

Cam.

160

P/22

Münchener
Volkswirtschaftliche Studien.

Herausgegeben von
Lujo Brentano und Walther Lotz.

Zweiundzwanzigstes Stück.

BÖRSENREFORM IN DEUTSCHLAND.

Eine Darstellung der Ergebnisse der deutschen Börsenenquete

VON

Franz Josef Pfleger und Ludwig Gschwindt.

Dritter Abschnitt:

Die Effektenbörse nach den Erhebungen der Börsenenquetekommission.

Bearbeitet von L. Gschwindt.

Mit Anhang: Reichsbörsengesetz vom 22. Juni 1896.



STUTTGART 1897.

VERLAG DER J. G. COTTA'SCHEN BUCHHANDLUNG
NACHFOLGER.

M. 219.

Sam. 160 P

22

<36635347920010

<36635347920010

Bayer. Staatsbibliothek



VEREINIGTE STAATEN VON AMERIKA
DEPARTMENT OF THE INTERIOR
BUREAU OF LAND MANAGEMENT

WATER RESOURCES DIVISION

WATER RESOURCES DIVISION

WATER RESOURCES DIVISION

WATER RESOURCES DIVISION

WATER RESOURCES DIVISION

WATER RESOURCES DIVISION

WATER RESOURCES DIVISION

WATER RESOURCES DIVISION

WATER RESOURCES DIVISION



WATER RESOURCES DIVISION

WATER RESOURCES DIVISION

WATER RESOURCES DIVISION

MÜNCHENER
Volkswirtschaftliche Studien.

HERAUSGEGEBEN VON

LUJO BRENTANO UND WALTHER LOTZ.

ZWEIUNDZWANZIGSTES STÜCK:

Börsenreform in Deutschland.

Eine Darstellung der Ergebnisse der deutschen Börsenenquete

VON

Franz Josef Pfleger und Ludwig Gschwindt.

Dritter Abschnitt:

Die Effektenbörse nach den Erhebungen der Enquetekommission.

Bearbeitet von **L. Gschwindt.**

Mit Anhang: Reichsbörsengesetz vom 22. Juni 1896.



STUTTGART 1897.

VERLAG DER J. G. COTTA'SCHEN BUCHHANDLUNG
NACHFOLGER.

BÖRSENREFORM

IN DEUTSCHLAND.

EINE DARSTELLUNG DER
ERGEBNISSE DER DEUTSCHEN BÖRSENENQUETE

VON

Franz Josef Pfleger und Ludwig Gschwindt.

Dritter Abschnitt:

Die Effektenbörse nach den Erhebungen der
Börsenenquetekommission.

Bearbeitet von L. Gschwindt.

Mit Anhang: Reichsbörsengesetz vom 22. Juni 1896.

A VIII 166



STUTTGART 1897.

VERLAG DER J. G. COTTA'SCHEN BUCHHANDLUNG
NACHFOLGER.

M. 219.

Wbg. 44/31.



ALLE RECHTE VORBEHALTEN.

Druck der Union Deutsche Verlagsgesellschaft in Stuttgart.



V o r w o r t.

Mit Freuden ergreife ich die Gelegenheit, an dieser Stelle meinen verehrten Lehrern, den Leitern des staatswirtschaftlichen Seminars an der Universität München, Herrn Geheimrat Professor Dr. Lujo Brentano, ganz besonders aber Herrn Professor Dr. Walther Lotz, der mich bei der Umarbeitung und Ergänzung meiner Schrift, ohne irgend welche Opfer an Zeit und Mühe zu scheuen, in der liebenswürdigsten Weise unterstützte, meinen aufrichtigsten Dank auszusprechen.

Dank sei ferner der staatswirtschaftlichen Fakultät der Münchener Universität für die Zuerkennung des Preises, sowie dem Oberbibliothekar Herrn Dr. Schnorr v. Carolsfeld für sein mir stets bewiesenes freundliches Entgegenkommen.

Die Herausgabe meiner 1894/95 verfassten Schrift hat sich durch persönliche Verhältnisse leider um ein ganzes Jahr verzögert. Das Riesenmaterial der Börsenenquete ist in der Zwischenzeit in mannigfacher Weise — ich verweise besonders auf die vortrefflichen Ausführungen von Professor Dr. Max Weber in der Goldschmidtschen Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht — für die Wissenschaft nutzbar gemacht worden, so dass ich zu der heute vorhandenen Litteratur wenig Neues beizutragen vermag. Wenn ich trotzdem meinen Erstlingsversuch jetzt noch der Oeffentlichkeit übergebe, so

geschieht dies, weil ich hoffe, man werde unter Berücksichtigung der Umstände, welche die Drucklegung beeinflussten, meine Schrift mit Nachsicht beurteilen, und weil ich annehme, es werde sich mit dem Inkrafttreten des neuen Börsengesetzes das öffentliche Interesse der — vorläufig zum Abschluss gebrachten — Frage der Börsenreform von neuem zuwenden.

Ludwigshafen a. Rh., im Januar 1897.

Ludwig Gschwindt.

Inhaltsverzeichnis.

	Seite
Erstes Kapitel. Terminhandel	1—57
A. Zur Geschichte des Terminhandels	1— 4
B. Begriff und Technik des börsenmässigen Terminhandels:	
1. Die verschiedenen Zeitgeschäfte	5—10
2. Der Liquidationskurs	10—11
3. Anstalten zur Abwicklung von Termingeschäften	11—13
C. Die Objekte des Wertpapierterminhandels und die Börsen, an denen er besteht	13—15
D. Die technische Funktion des Wertpapierterminhandels	15—20
E. Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Terminhandels in Banknoten und Effekten nach den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmungen	20—40
F. Börsenspiel	41—52
G. Die Rechtsprechung des Reichsgerichtes über Differenz- geschäfte	52—57
Zweites Kapitel. Maklerwesen und Kursfeststellung.	58—97
I. Maklerwesen:	
a) Das bis 1896 geltende Recht	58—60
b) Die thatsächlichen Zustände des Maklerwesens zur Zeit der Börsenenquete	61—73
c) Maklerbanken	73—78
II. Kursfeststellung:	
1. Bedeutung des Börsenpreises	78—79
2. Die zur Zeit der Börsenenquete mit der Kursfest- stellung betrauten Personen	79—80
3. Arten des Verfahrens bei Feststellung der Kurse	80—83
4. Wie haben sich die an den verschiedenen Börsen zur Zeit der Börsenenquete bestehenden Einrich- tungen nach dem Urteile der Sachverständigen bewährt?	
A. Die Berliner Börse	83—88
B. Die übrigen deutschen Börsen	88— 95
C. Kurspublikation	95—97

	Seite
Drittes Kapitel. Emissionswesen	98—155
A. Entwicklung und Umfang des Wertpapierhandels .	98—102
B. Die Technik des Emissionsgeschäftes	102—112
C. Die zur Zeit der Börsenenquete geltenden Grundsätze der deutschen Börsen bei Zulassung von Wertpapieren zum Handel und zur Notiz	112—125
D. Haftung der Emissionshäuser nach dem bisher gel- tenden Rechte	126—128
E. Die Ergebnisse der Sachverständigenvernehmungen für die Beurteilung der bestehenden Einrichtungen:	
I. Wert und Bedeutung des Prospektzwanges .	128—142
II. Der Handel „per Erscheinen“ und „Sperrn“	142—145
III. Ueber die Thätigkeit der Presse bei der Emis- sion von Wertpapieren	145—153
IV. Das Einspruchsrecht des Staates bei Emission von Wertpapieren	153—155
Viertes Kapitel. Kommissionsgeschäft	156—183
I. Die rechtliche Stellung des deutschen Bankiers zu seinen Kunden nach dem bisher geltenden Rechte .	157—161
II. Die thatsächliche Gestaltung des Effektenkommissions- geschäftes	161—183
Fünftes Kapitel. Die Reformfrage	184—230
Vorbemerkung	184—187
I. Maklerwesen und Terminhandel	187—202
II. Rechtliche Haftung der Emissionshäuser . . .	202—210
III. Kommissionsgeschäft	210—212
IV. Börsenverfassung	212—230
Anhang. Das Reichsbörsengesetz vom 22. Juni 1896	231—247

I.

Terminhandel.

A. Zur Geschichte des Terminhandels.

Eine umfassende Darstellung der Geschichte des Effekten-terminhandels, der Art und Ursachen seines ersten nachweisbaren Entstehens, Verschwindens und Wiederauftauchens existiert noch nicht.

Auch die Untersuchungen der Enquetekommission haben die Wissenschaft nach dieser Richtung hin wenig gefördert. Die von ihr vernommenen Sachverständigen, welche zum geringeren Teil der Juristenwelt und Presse, zum grösseren dem praktischen Börsenleben angehörten, vermochten über diese schwierige Frage, welche bedeutende wirtschaftsgeschichtliche Kenntnisse voraussetzt, fast keinen Aufschluss zu geben.

Dagegen finden wir in dem Ehrenberg'schen, schon vor der Börsenenquete erschienenen Buche „Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung“, sowie in dem in allerneuester Zeit veröffentlichten Werke desselben Verfassers „Das Zeitalter der Fugger“ äusserst wertvolle Beiträge zur Geschichte des Terminhandels, auf welche hier verwiesen sei. Die erstere Schrift führt uns die Fondsspekulation verschiedener Zeiten und Länder mehr nach ihrer juristischen, als nach ihrer technischen und wirtschaftlichen Seite vor Augen, während die zweite ein reichhaltiges Material über die Entwicklung und Gestaltung des gesamten Geld- und Kreditwesens im 16. Jahrhundert bietet. Was sich aus diesen Untersuchungen für unsere Zwecke ergibt, ist, dass die heutigen hoch entwickelten technischen Formen des Handels und der Spekulation in ihren Anfängen sehr viel weiter zurückreichen, als der Laie anzunehmen ge-

neigt ist, und dass sich diese Formen trotz mannigfacher künstlicher Hemmnisse durch Jahrhunderte erhalten und weiter gebildet haben. Schon im Jahre 1541 — vielleicht schon früher — hat die niederländische Regierung ein Verbot der Contrats de gajeures et d'assurances des changes erlassen, welche Geschäfte, wie Ehrenberg nachweist¹⁾, bereits die erste Entwicklungsstufe des heutigen — als vollkommenste Form der Kreditspekulation geltenden — Prämiengeschäftes bedeuten. In Amsterdam finden wir bereits im Anfang des 17. Jahrhunderts Termin- und Differenzgeschäfte in den Anteilen der Holländisch-ostindischen und der Westindischen Handelscompagnie. Die Spekulation nahm bald so grossen Umfang an, dass sich die Gesetzgebung genötigt sah, dagegen einzuschreiten. Ihr erster Schritt war das Edikt vom 27. Februar 1610, welches verbot, Aktien zu verkaufen, sei es auf Zeit oder per Kassa, die sich nicht wirklich im Besitze des Verkäufers befanden. In den Motiven zu diesem Gesetz war gesagt, dass die Baisse-spekulanten Praktiken anwendeten, „die den Kredit der Compagnie gröblich schädigten, wie auch Witwen und Waisen, die ihre Aktien gerade zu verkaufen gezwungen seien, in ihrer Habe arg beeinträchtigten“²⁾. Also nur die Baissespekulation erschien verwerflich, Zeitgeschäfte à la hausse dagegen durchaus legitim. In einem zweiten Edikt von 1621 wird dasselbe Verbot auf die Anteile der Westindischen Handelscompagnie ausgedehnt, gleichzeitig aber beklagt, dass das frühere Gesetz wirkungslos geblieben sei. In den späteren Jahrzehnten finden wir ein fortwährendes Suchen nach den geeigneten Mitteln, um den Ausschreitungen der Spekulation zu begegnen, ohne dass man jedoch das erstrebte Ziel erreichte.

Zu Anfang des 18. Jahrhunderts erlebte Frankreich dasselbe Schauspiel einer zügellosen Spekulation, hervorgerufen durch John Laws Gründungen. Law vervollkommnete die Technik des Terminhandels durch Einführung der Prämien-

¹⁾ R. Ehrenberg, „Das Zeitalter der Fugger“, Geldkapital- und Kreditverkehr im 16. Jahrhundert. Bd. II: „Die Weltbörsen und Finanzkrisen des 16. Jahrhunderts“ (Jena 1896) S. 19—21.

²⁾ Siehe Ehrenberg, „Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung“ S. 5.

geschäfte und erleichterte die Spekulation, indem er die Aktien auf Inhaber stellte und dadurch erst zu einer gänzlich fungibeln Ware machte. Als das luftige Gebäude der Lawschen Gründungen nach kurzer Zeit zusammenbrach und weite Kreise der Bevölkerung in ihrem Vermögen schwer geschädigt wurden, sah sich auch hier die Regierung vor die Frage gestellt, wie derartige Vorgänge für die Folge zu verhüten seien. Die Wege, welche sie hierzu in einer Verordnung von 1724 einschlug, waren folgende:

1. Beseitigung aller Winkelbörsen und Gründung einer staatlich anerkannten Fondsbörse;
2. Schaffung einer privilegierten Compagnie des Agents de change;
3. Verbot aller Zeitgeschäfte in Fonds.

Die letzte und wichtigste dieser Bestimmungen gelangte nie zur Anwendung.

Ungefähr in die Zeit der Lawschen Gründungen fällt in England der Beginn einer Periode des wahnwitzigsten Börsenspiels, dessen Objekte durch die tollsten, in England treffend als „bubbles“ bezeichneten, Gründungen geschaffen wurden. Als dann der Rückschlag kam und den Kredit des Staates und den Wohlstand des Volkes bis in die Grundfesten hinein erschütterte, beschäftigte sich auch hier das Parlament mit den Massregeln gegen „die schändliche Gewohnheit des Spekulierens in Fonds“ (the infamous practice of stock-jobbing). Das aus diesen Beratungen hervorgegangene Gesetz von 1734 enthielt:

1. das Verbot aller Prämiengeschäfte;
2. das Verbot der Differenzgeschäfte, d. h. aller Geschäfte, welche nicht durch wirkliche Lieferung und Zahlung des Gegenwertes erfüllt würden;
3. Verbot von Blancoverkäufen.

Ueber die Wirkungen dieses Gesetzes erfahren wir in den Veröffentlichungen der englischen Börsenenquetekommission von 1878 ¹⁾, dass es niemand einfiel, Geschäfte deshalb in Frage zu stellen, weil sie gegen jenes Gesetz verstießen, dass

¹⁾ London Stock Exchange Commission, Appendix S. 356.

die Londoner Stock Exchange in ihre Statuten sogar die Bestimmung aufgenommen hat, es solle einem Börsenmitglied überhaupt untersagt sein, Ansprüche aus Börsengeschäften gerichtlich einzuklagen, und dass endlich die Wirksamkeit des Gesetzes durch eine Interpretation illusorisch gemacht wurde, welche die oben erwähnten Verbote nur auf die „public stocks“, also nicht auf die eigentlichen Spekulationspapiere bezog.

Es liegt ausserhalb unsrer Aufgabe, den Terminhandel früherer Jahrhunderte nach seiner technischen, wirtschaftlichen und juristischen Seite zu beleuchten, es mag vielmehr hier genügen, festzustellen, dass der Zeithandel in Wertpapieren, aus welchem der heutige börsenmässige Terminhandel hervorging, Jahrhunderte alt ist, dass mit ihm dieselben Erscheinungen, über die heute geklagt wird, verbunden waren, dass die Massregeln, welche man heute zur Beseitigung der Missstände vorschlägt, für den, der in die Geschichte des Terminhandels zurückgeht, fast nichts Neues enthalten, und dass endlich die Gesetzgebung den Kampf gegen das verwerfliche Börsenspiel bisher allenthalben vergeblich geführt hat. Diese Erscheinung und ihre Ursachen in einer historisch-kritischen Betrachtung der einschlägigen ausländischen Gesetzgebung und ihrer Wirkungen näher zu prüfen, hat die Enquetekommission nicht für notwendig erachtet. Ebenso hat sie unterlassen, auch nur das Material zusammenzutragen, auf Grund dessen eine wirtschaftshistorische Darstellung des in Deutschland bestehenden Terminhandels, seiner Formen und Funktionen, seines Zusammenhanges mit den allgemeinen volkswirtschaftlichen Zuständen und besonders seines Entstehens möglich wäre. Namentlich in letzterer Hinsicht erhalten wir unzureichende Informationen, weil die vernommenen Börsenleute über die Frage: „Welche Thatsachen haben nachweislich zur Einführung des Terminhandels an den einzelnen Plätzen, und zwar in den einzelnen Gattungen von Papieren und Waren geführt?“ keinen Aufschluss zu geben vermochten oder, soweit sie es dennoch versucht haben, die Ursachen der Einführung des Zeithandels mit den Funktionen, welche er heute versieht, verwechselten.

B. Begriff und Technik des börsenmässigen Terminhandels.

1. Die verschiedenen Zeitgeschäfte.

Der heutige börsenmässige Terminhandel ist hervorgegangen aus dem einfachen Lieferungsgeschäft, d. h. einem Kaufgeschäft, bei welchem der Verkäufer verpflichtet ist, an einem bestimmten späteren Zeitpunkt dem Käufer die Ware zu liefern. Während nun aber beim einfachen Lieferungsgeschäft alle Kontraktspunkte der freien Vereinbarung des Käufers und Verkäufers überlassen bleiben, sind dieselben beim Termingeschäft bis zu einer gewissen Grenze der willkürlichen Bestimmung der Kontrahenten durch die „Börsen-usancen“ entzogen. Die „Usancen“ bestimmen erstens die Lieferungseinheit („Börsenschluss“) ¹⁾, so dass nur diese oder ein Vielfaches derselben gehandelt werden kann, — ferner die Lieferungszeit, den Liquidationstermin, gewöhnlich ultimo, seltener medio des laufenden oder folgenden Monats. Diese Gleichartigkeit in der Form der Geschäfte, dazu die tägliche Feststellung eines Terminpreises ermöglichen es nun einem grossen Kreis von Spekulanten, von einem künftigen Steigen oder Fallen der Kurse Vorteil zu ziehen. Dies geschieht in der Weise, dass der Spekulant, welcher eine Kurssteigerung erwartet (haussier), zunächst auf Zeit kauft, derjenige, welcher einen Kursrückgang erwartet (baissier), auf Zeit verkauft. Ein Spekulant, dessen Erwartungen noch vor dem Liquidationstermin eintreffen, wird sich nun „decken“, d. h. die dem ersten Geschäfte entgegengesetzte Operation vornehmen. Wenn er gekauft hatte und der Kurs ist gestiegen, so wird er nunmehr verkaufen und am Liquidationstag die Differenz zwischen dem ersten und zweiten Preise als Gewinn in Empfang nehmen. Hat dagegen der Spekulant bis zum Liquidationstag noch nicht Gelegenheit gehabt, sich zu einem günstigen Kurs zu decken, so muss er erwarten, dass ihm in der Liquidation die gekauften Stücke wirklich angeboten oder die verkauften abgefordert

¹⁾ Ein solcher Börsenschluss ist z. B.: 50 Stück Kreditaktien, 15 000 Mk. Diskontokommanditanteile. In „Salings Börsenpapiere“ I. Teil S. 116 ff. sind die in Berlin und Frankfurt geltenden Lieferungseinheiten zusammengestellt.

werden, und dass, wenn er den übernommenen Verpflichtungen nicht nachkommen kann, ihm die „Exekution“ bevorsteht. Doch hat er in der Liquidation selbst noch Gelegenheit, sich durch eine Gegenoperation und Zahlung der etwa verlorenen Differenz frei zu machen. Will endlich der Spekulant am Liquidationstag, weil er für die Zukunft günstige Aussichten zu haben glaubt, seine Position à la hausse oder à la baisse weiter aufrechterhalten, so wird er die Prolongation wählen. Dieselbe vollzieht sich mit Hilfe des „Kostgebens“ und „Kostnehmens“ (Report- und Deportgeschäft) ¹⁾.

Wenn ein Haussespekulant am Liquidationstag sein einmal begonnenes Spekulationsgeschäft für den nächsten Monat fortführen will, so verkauft er am Liquidationstag an einen Geldverleiher die Quantität Effekten, zu deren Empfangnahme er verpflichtet ist, kauft sie von ihm aber sofort wieder auf den nächsten Termin zurück, und zwar zu einem etwas höheren Preis. Die Differenz der beiden Preise heisst Report und fällt dem Geldverleiher als Gewinn zu. Will umgekehrt ein Baissepekulant seine einmal eingenommene „Position“ am Liquidationstag noch nicht aufgeben, so kauft er am Liquidationstag von einem Effektenbesitzer die Quantität, zu deren Lieferung er verpflichtet war, verkauft sie ihm aber sofort wieder auf den nächsten Termin um einen etwas niedrigeren Preis. Der Preisunterschied des ersten und zweiten Geschäftes heisst Deport und fällt dem Verleiher der Effekten als Gewinn zu.

Wären die beiden Parteien der Hausse- und Baisse-

¹⁾ Vollzieht sich die Prolongation mehrmals zwischen denselben Kontrahenten, so liegt eine echte, direkte oder eigentliche Prolongation vor, die darin besteht, dass am Liquidationstag auf Grund des Liquidationskurses die Differenz zu Gunsten des einen oder andern Teiles rechnerisch festgestellt und gleichzeitig der Erfüllungstermin auf den Ultimo des nächsten Monats vereinbart wird. Die eigentliche Prolongation erlangte besondere Bedeutung in der Frage der Besteuerung, da nach der Anweisung des Bundesrates zur Anwendung des Börsensteuergesetzes vom 29. Mai 1885 ein Report- sowohl wie ein Deportgeschäft als aus zwei abgabepflichtigen Geschäften bestehend anzusehen ist, während uneigentliche Lombard- und uneigentliche Leih- oder Mietgeschäfte nur einfach steuerpflichtig sind. Siehe Schönberg, Handbuch der politischen Oekonomie III. Aufl. Bd. II S. 859 und Saling a. a. O. S. 147 ff.

spekulanten, welche am Liquidationstag mit Hilfe des Report- und Deportgeschäftes ihre Spekulationsgeschäfte für den nächsten Monat weiterführen wollen, gleich stark, so könnten sie sich gegenseitig als Kostgeber und Kostnehmer dienen und sich so die gewünschte Prolongation gewähren. Ueberwiegen aber in der Liquidation die notwendigen Verkäufe der Haussepartei das Kaufbedürfnis der Baissespekulanten, so treten in diese Lücke Banken und Grosskapitalisten ein, um mit ihren disponibeln Mitteln ein ziemlich sicheres und gewinnbringendes Geschäft (Reportgeschäft) zu machen¹⁾. Die eben geschilderte Technik des börsenmässigen Zeitgeschäftes ermöglicht, dass jeder, der ein Termingeschäft abgeschlossen hat, jederzeit einen andern findet, der ihm die übernommenen Verpflichtungen wieder abnimmt. In den auf Zeit gehandelten Wertpapieren entsteht daher vom Anfang bis zum Ende eines Monats eine lange Kette von Umsätzen, die am Liquidationstag durch Lieferung seitens des ersten Verkäufers und Bezug seitens des letzten Käufers sich schliesst. Alle dazwischen liegenden Glieder dieser Kette lösen ihre Verpflichtungen dadurch, dass sie die Differenz zwischen dem Liquidationskurs und dem Kaufs- oder Verkaufskurs zahlen oder in Empfang nehmen. Die Fungibilität des gehandelten Objektes wirkt sozusagen auf die Kontrahenten weiter, denn keiner derselben weiss von vornherein, wer die von seiner Gegenpartei übernommenen Verpflichtungen schliesslich endgültig lösen wird. Da die „Lösung der Engagements“ in der grossen Mehrzahl der Fälle in der Begleichung der Differenzen besteht, so ist es klar, dass der Käufer weder die Absicht, noch die Mittel zu besitzen braucht, die gekauften Wertpapiere zu beziehen und dass der Verkäufer weder den Willen noch die Fähigkeit zu besitzen braucht, die veräusserten Wertpapiere zu liefern; es genügt vielmehr im ersteren Fall ein entsprechender Verkauf, im letzteren ein entsprechender Kauf, um den eingegangenen Vertrag zu erfüllen.

Nach diesen allgemeinen Ausführungen über Wesen und

¹⁾ Dadurch ist zugleich der sog. haute finance (den grossen Banken und Kapitalisten) das Mittel an die Hand gegeben, durch reichliche Zuführung von Reportkapital eine Hausse zu begünstigen.

Verlauf eines börsenmässigen Termingeschäftes ist noch auf die einzelnen Arten des Zeitgeschäftes näher einzugehen.

Die Zeitgeschäfte zerfallen in solche mit beschränktem und unbeschränktem Risiko.

a) Zeitgeschäfte mit unbeschränktem Risiko.

Man unterscheidet an der Berliner Börse dreierlei Arten solcher Zeitgeschäfte:

1. Die gehandelten Quantitäten sind an einem bestimmten späteren Tag zu liefern (Kauf auf fixe Lieferung, Fixgeschäft)¹⁾. Diese Art von Zeitgeschäften sind die bei weitem am häufigsten vorkommenden. Die Terminkurse für Effekten beziehen sich ausschliesslich auf Geschäfte p. Ult. fix.

Seltener kommen die beiden andern Arten vor, nämlich:

2. Der Kauf auf tägliche Lieferung (Kauf p. Ult. täglich), dessen Eigentümlichkeit darin besteht, dass der Käufer bis zu einem bestimmten Termin an jedem beliebigen Tag die Lieferung verlangen („kündigen“) kann, jedoch erst am Endtermin die gehandelten Papiere abnehmen muss.

3. Der Verkauf auf Ankündigung (auch Verkauf p. Ult. täglich mit Ankündigung), bei welchem der Verkäufer bis zu einem bestimmten Termin an jedem beliebigen Tag die Abnahme verlangen („ankündigen“) kann, jedoch erst am vereinbarten Termin die Effekten liefern muss.

Endlich kommen auch noch Kombinationen der beiden letzteren Arten mit der ersteren in der Weise vor, dass vereinbart wird, dem Käufer bzw. Verkäufer solle das Recht der Kündigung bzw. Ankündigung erst einige Tage nach Abschluss des Vertrages zustehen (Geschäfte „p. Ult. fix und täglich“, „bzw. p. Ult. fix und täglich mit Ankündigung“).

b) Zeitgeschäfte mit beschränktem Risiko.

Das charakteristische Merkmal dieser Geschäfte ist, dass der eine Kontrahent auch im ungünstigsten Fall nie mehr als einen bestimmten Betrag verlieren kann, der sofort beim Abschluss des Kaufvertrages festgesetzt wird (Prämie, Reugeld). Die Prämie wird an einigen Börsen, wie Berlin und Paris,

¹⁾ „Fixgeschäft“ nicht zu verwechseln mit „Fixen“, das à la baisse spekulieren bedeutet.

als eigentliches Reugeld betrachtet und ist nur dann zu entrichten, wenn der zum Rücktritt Berechtigte thatsächlich zurücktritt. An andern Börsen, wie in Wien, wird die Prämie als Vergütung für das Recht des Rücktritts angesehen und ist deshalb sogleich beim Abschluss des Geschäftes zu entrichten. Derjenige, welcher das Wahlrecht hat zwischen der Erfüllung des Vertrages und dem Rücktritt vom Vertrag gegen Entrichtung der Prämie, heisst Prämienzahler und geht ein beschränktes Risiko ein, während das Risiko seines Partners, des „Prämienziehers“ unbegrenzt ist ¹⁾.

Rechnet jemand auf eine Kurssteigerung in einem bestimmten Effekt, so kauft er eine gewisse Quantität p. Ultimo zu einem bestimmten Kurse und behält sich gleichzeitig das Recht vor, gegen Zahlung einer Prämie von dem Geschäft zurückzutreten, falls ihn seine Erwartungen getäuscht haben (Vorprämiengeschäft).

Erwartet dagegen jemand einen Kursrückgang in einem bestimmten Papier, so verkauft er einen bestimmten Betrag desselben p. Ult. zu einem festen Kurse und behält sich gleichzeitig das Recht vor, gegen Zahlung einer Prämie vom Vertrag zurückzutreten (Rückprämiengeschäft).

Durch eine Kombination des Prämiengeschäftes mit dem festen Lieferungsgeschäft entsteht der „Schluss auf fest und offen“, bei welchem der eine Kontrahent sich das Recht vorbehält, einen bestimmten Teil der gehandelten Quantität nicht zu liefern oder nicht abzunehmen.

Die Vereinigung des Vor- und Rückprämiengeschäftes bildet das Stellgeschäft oder die Stellage, wobei dem einen Kontrahenten (dem Käufer oder „Wähler“ der Stellage) das Recht zusteht, einen gewissen Betrag Effekten am Ultimo entweder zu einem verabredeten höheren Kurs abzunehmen oder zu einem ebenfalls vereinbarten niedrigeren Kurs zu liefern; hier ist er jedoch verpflichtet, eines von beiden zu thun.

¹⁾ Das Risiko des Prämienziehers ist zwar unbegrenzt, aber doch gemindert entweder um den Betrag der jedenfalls vom Käufer zu bezahlenden Prämie oder um die Kursdifferenz, die sich zwischen den mit Prämie und den auf feste Lieferung in einem Effekt abgeschlossenen Geschäften ergibt.

Zu den Geschäften mit begrenztem Risiko ist schliesslich auch das „Nochgeschäft“ zu rechnen. Bei diesem bedingt sich entweder der Käufer das Recht aus, eine gleiche Summe, wie die gehandelte Quantität, noch einmal oder mehreremal nachzufordern, oder der Verkäufer behält sich das Recht vor, den gehandelten Betrag noch ein oder mehreremal nachzuliefern.

Bei allen diesen Geschäften hat die Erklärung der Wahlberechtigten (Prämienerklärung, Prämienbeantwortung), von welchem der ihnen zustehenden Rechte sie Gebrauch machen wollen, vor dem Liquidationstag zu erfolgen.

Trotz der Begrenzung des Verlustes, welche den sämtlichen vorerwähnten Geschäften eigentümlich ist, haben sie eine formale Aehnlichkeit mit Glücksspielen und Wetten, eine Aehnlichkeit, die noch stärker hervortritt, wenn man in Betracht zieht, dass diese Geschäfte von vornherein keinen festen Kauf oder Verkauf einschliessen. Ob die Prämiengeschäfte aber wirklich mehr als feste Zeitgeschäfte für blosse Spielzwecke verwendet werden, ist hiermit nicht entschieden.

2. Der Liquidationskurs.

Alle per Ultimo abgeschlossenen Geschäfte werden zu einem bestimmten einheitlichen Kurs abgewickelt, dem Liquidationskurs. Derselbe ist in möglichst abgerundeten Zahlen ausgedrückt und fällt mehr oder weniger mit den Anfangskursen, zu welchen am Liquidationstag Zeitgeschäfte abgeschlossen werden, zusammen¹⁾. Die Festsetzung eines Liqui-

¹⁾ Für die Berliner Börse vollzieht sich diese Feststellung auf folgende Art. Zu Anfang jeden Jahres wird eine Kommission, bestehend aus drei Mitgliedern der Sachverständigenkommission der Fondsbörse, mit der Festsetzung der allmonatlichen Liquidationskurse ernannt. Die Mitglieder dieser Kommission entledigen sich ihrer Aufgabe in der Weise, dass sie am Liquidationstag um 12 Uhr bei den vereideten Maklern Umfrage halten über die Ultimokurse, zu welchen diese Termingeschäfte abgeschlossen haben. Da diese Thätigkeit einige Zeit beansprucht, erklärt es sich, dass bei den zuerst erfragten Papieren der Liquidationskurs sich fast ganz mit dem Anfangskurs des Liquidationstages deckt, während er sich bei den später erfragten Papieren mehr den späteren Kursen nähert. Nach diesen Erhebungen stellt die erwähnte Kommission den Liquidationskurs fest und veröffentlicht ihn sofort durch Aushang an der Börse. In Frankfurt a. M. erfolgt die Feststellung in ähnlicher Weise

dationskurses ist deshalb nötig, weil bei der langen Kette von Umsätzen, die im Laufe eines Monats stattfinden, diejenigen, welche Effekten zu beziehen haben, fast nie mit denjenigen abgeschlossen haben, welche ihnen dieselben schliesslich liefern müssen.

In allen Fällen aber, wo eine Lieferung überhaupt nicht erfolgt, sondern wo die Regulierung der Geschäfte durch Reportierung bzw. Prolongation geschieht, ist die Feststellung eines einheitlichen Liquidationskurses schon deshalb von besonderer Wichtigkeit, weil dadurch die Abrechnung und Buchführung bedeutend erleichtert und vereinfacht wird.

Wie in den Ausführungen über die Technik des börsenmässigen Terminhandels bereits erwähnt wurde, hat von der langen Reihe der Kontrahenten, welche in einem Effekt Zeitgeschäfte abgeschlossen haben, nur der erste Verkäufer dem letzten Käufer effektiv zu liefern. Der erstere liefert nun dem letzteren zum Liquidationskurs die Effekten, denn für sie besteht kein sonstiger Vertragskurs, da sie sich vor der Liquidation vielleicht gar nicht gekannt haben. Die Differenz zwischen dem Kurs, zu welchem der einzelne Spekulant sein Zeitgeschäft abgeschlossen hatte, und dem Liquidationskurs verrechnet jeder mit seinem Gegenkontrahenten.

3. Anstalten zur Abwicklung von Termingeschäften.

Anstalten, wie sie für den Waarenterminhandel in gewissen Artikeln die Erfüllung von Lieferungsverträgen gegen Einschusszahlung gewährleisten — sog. Liquidationskassen —, gibt es für den Terminhandel in Wertpapieren nicht. Die für diesen geschaffenen Einrichtungen haben nicht die Erleichterung des Abschlusses oder die Garantie der Erfüllung von Termingeschäften zum Zweck, sondern lediglich die Vereinfachung der Abwicklung bereits abgeschlossener Termingeschäfte. Die Anstalten, welche diesem Zweck dienen, sind in Deutschland zur Zeit der Börsenenquete: der Liquida-

durch das Syndikat der vereideten Wechselmakler, in Hamburg durch das Effektenliquidationsbureau der Wechslerbank, in Breslau durch die Börsenkommission, in München durch die Verwaltung des Kollektivscontros.

tionsverein in Berlin, das Kollektivscontro in Frankfurt a. M., das Effektenliquidationsbureau der Wechslerbank in Hamburg, der Saldierungsverein in Breslau und das Kollektivscontro in München.

Die Aufgabe dieser Institute ist folgende: Angenommen, 25 Stück Kreditaktien seien per Ultimo von A an B, von B hierauf an C, von diesem wieder an D verkauft, so hätte am Liquidationstag A dem B, dieser dem C und dieser endlich dem D die erwähnten Effekten in natura zu übergeben. Diesen unnötigen, zeitraubenden Umlauf der Wertpapiere erspart das Liquidationsbureau, indem es die von den einzelnen Händlern zu liefernden und zu beziehenden Effekten gegeneinander abrechnet, dem A die Adresse des D als des letzten Käufers zur direkten Lieferung gibt, während es den Zwischengliedern B und C überlassen bleibt, die unter sich und die mit A und D eingegangenen Geschäfte durch Zahlung der Differenz zwischen dem Liquidationskurs und ihrem Vertragskurs zu regulieren. Die Technik der Einrichtung besteht einfach darin, dass am Stichtag jedes Mitglied der Vereinigung einen Bogen einreicht, auf welchem die Saldi seiner Börsenengagements mit den andern Mitgliedern verzeichnet sind. Wenn diese Aufgaben richtig sind, muss sich die Summe der gekauften mit der Summe der verkauften Effekten decken, da jedem Käufer eines Stückes ein Verkäufer gegenüber stehen muss. Nach der Abrechnung der einzelnen Umsätze gegeneinander bleibt dem Liquidationsbureau nur noch die Aufgabe, dem ersten Verkäufer die Adresse des letzten Käufers mitzuteilen. Die Begleichung der Differenzen wird teils durch die Vereinigungen selbst, teils durch besonders hierzu bestimmte Bankhäuser vermittelt.

Der Umlauf von Wertpapieren in natura, welcher schon durch die Liquidationsbureaus auf ein geringes Mass reduziert ist, wird geradezu zu einer Seltenheit durch das von der Bank des Berliner Kassenvereins im Jahre 1882 geschaffene Giro-Effekten-Depot. Dasselbe dient nicht lediglich dem Terminhandel, sondern dem Effektenhandel überhaupt und ist nach dem Muster des Giroverkehrs der Reichsbank eingerichtet. Jeder Contoinhaber kann über sein Effektendepot mit drei Arten

von Checks verfügen. Mittelst des weissen Checks wird die Herausgabe von Wertpapieren in natura veranlasst; der rote Check dient zur Ueberschreibung von Effekten eines Contoinhabers an andre Contoinhaber, und mit Hilfe des grünen Checks werden Wertpapiere dem Depot des Eigentümers entnommen und für denjenigen, auf dessen Namen der Check lautet, aufbewahrt; er dient also der Vermittelung des Lombardverkehrs.

Das sind in grossen Zügen die zur Erleichterung der Abwicklung von Termingeschäften in Deutschland bestehenden Einrichtungen, welche sämtlich auf privater Vereinigung beruhen, ohne dass der Staat auf ihre Gründung und Verwaltung irgend welche Einwirkung geübt oder sich irgend welche Verdienste um deren Zustandekommen erworben hätte.

C. Die Objekte des Wertpapierterminhandels und die Börsen, an denen er besteht.

Die Zustände, welche wir zur Zeit der Börsenenquete vorfinden, sind folgender Art:

In Deutschland besteht Terminhandel in Wertpapieren auf dem „offiziellen Markt“ der Börsen von Berlin, Frankfurt a. M., Hamburg, Bremen und München. Ausserdem werden in Breslau durch die vereideten Makler Termingeschäfte nach den dort geltenden Usancen ausgeführt, auch Kurse hierfür festgestellt, aber nicht amtlich notiert¹⁾. Ferner findet in Königsberg ein ziemlich regelmässiger Zeithandel in russischen Noten ausserhalb der Börse statt²⁾, ausserdem in Dresden ein solcher von geringerem Umfang in Aktien der Dresdener Baugesellschaft und zwar auf dem freien Markt. In Augsburg, wo früher ebenfalls Terminhandel bestand, werden seit langer Zeit keine Zeitgeschäfte in Wertpapieren mehr abgeschlossen³⁾.

Einer ausdrücklichen Zulassung von Wertpapieren zum Terminhandel bedurfte es nur in Berlin, wobei wie bei der Zulassung von Papieren zum Handel verfahren wurde; es war

¹⁾ „Die hauptsächl. Börsen Deutschlands und des Auslandes“ S. 22.

²⁾ Ibid. S. 29.

³⁾ Ibid. S. 35.

nachzuweisen, dass sich bereits ein Terminhandel von genügendem Umfang entwickelt hat; das Börsenkommissariat prüfte die Angaben und Belege und konnte die amtliche Feststellung der Terminnotiz genehmigen oder ohne Angabe von Gründen verweigern. In Frankfurt, den Hansastädten und München war mit der Zulassung zum Handel zugleich die Genehmigung des Terminhandels ausgesprochen. Ebenso bedurfte es natürlich keiner Genehmigung des Terminhandels an solchen Börsen, wo überhaupt keine amtliche Notierung für denselben stattfand.

Es besteht also nur an grösseren Börsen ein Terminhandel von einiger Bedeutung, was seine Erklärung darin findet, dass für die Entwicklung dieses Handelszweiges neben einem schwankenden Preis ein grosser Markt unbedingte Voraussetzung ist.

Die Zahl der Wertpapiere, welche Gegenstand des Terminhandels geworden sind, beträgt nach den Erhebungen der Enquetekommission ¹⁾ in Berlin (auf dem offiziellen Markt) 73, in Frankfurt a. M. 85, in Hamburg 44, in Bremen 6, in München 8.

Diese zur Zeit der Börsenenquete auf Termin gehandelten Effekten verteilen sich auf die einzelnen Gattungen wie folgt:

	Fonds		Lose	Noten	Bank- papiere	In- dustrie- papiere	Eisen- bahn- papiere
	inlän- dische	auslän- dische					
Berlin	2	19	1	2	12	11	26
Frankfurt	2	25	1	2	14	13	28
Hamburg	2	10	1	1	9	13	8
München	1	3	1	—	2	—	1

Die hauptsächlichsten dieser Wertpapiere, welche meist an sämtlichen drei erstgenannten grösseren Börsen auf Termin gehandelt werden, sind:

3 %ige Deutsche Reichs- und 3 %ige preussische Staatsanleihe, ferner österreichische, ungarische, russische, italienische, spanische, türkische, egyptische, serbische und mexikanische

¹⁾ Statistischer Anlageband S. 309 ff. Die hier von Gerichtsassessor Endemann zusammengestellten Erhebungen dienen den folgenden Ausführungen zur Grundlage.

Staatsschuldenverschreibungen, österreichische und türkische Staatsanlehensloose, russische Noten, die Aktien bezw. Anteile von 7 grossen deutschen und von 4 österreichischen Banken, ferner von 22 Eisenbahnen des In- und Auslandes und endlich die Anteile, bezw. Aktien 11 verschiedener Gesellschaften, wovon 5 den Bergbau, 2 den überseeischen Transport betreiben, während sich die übrigen 4 auf verschiedene Branchen verteilen (die Aktien der Anglo-Continentalen Guanowerke, des Bochumer Gussstahlvereins, der Nobel Dynamit Trust-Company und türkische Tabakaktien).

In sehr vielen dieser Papiere besteht ein internationales Termingeschäft, da sie zugleich an der Pariser oder Londoner Börse, zum grossen Teil an beiden zugleich gehandelt werden. Es sind dies:

a) Staatsanleihen:

deutsche, preussische, österreichische, ungarische, russische, italienische, spanische, türkische, ägyptische, mexikanische;

b) Valuten:

russische Noten;

c) Aktien:

türkische Tabak-Regie-Aktien, italienische Meridionalbahn-Aktien, österreichische Südbahn-Aktien („Lombarden“), österreichisch - ungarische Staatsbahn-Aktien („Franzosen“).

Die vorstehenden Ausführungen gelten nur für die zur Zeit der Börsenenquete bestehenden Zustände, in welchen seither mannigfache — hier unberücksichtigt gelassene — Veränderungen eingetreten sind.

D. Die technische Funktion des Wertpapierterminhandels.

Zur richtigen Beurteilung der Funktion, welche der Terminhandel in der Technik des Wertpapierhandels überhaupt erfüllt, vergegenwärtigen wir uns zunächst, wie sich der Geschäftsverkehr gestalten würde, wenn nur das ohne jede Kreditgewährung zu erfüllende Kassageschäft bestünde. Alsdann hätte der Verkäufer von Effekten dieselben alsbald, spätestens

einige Tage nach dem Geschäftsabschluss zu liefern, der Käufer hätte sie unverzüglich gegen Zahlung des vollen Kaufpreises in Empfang zu nehmen. Wie würde sich unter solchen Verhältnissen die Spekulation gestalten? Eine Baissespekulation, die auf einem gegenwärtigen Verkauf zu höherem und späterem Rückkauf zu niedrigerem Kurse beruht, wäre unmöglich, weil, wer als Verkäufer auftreten wollte, die Effekten bereits besitzen müsste, nicht erst später erwerben könnte, da ja alle Geschäfte sofort erfüllt werden müssen. Somit bliebe nur die Spekulation *à la hausse*. Wer eine Steigerung des Kurses eines Effektes erwartet, kauft hievon einen bestimmten Betrag, entrichtet den vollen Kaufpreis, verwahrt die Stücke, bis die erwartete Kurssteigerung eingetreten ist, und veräussert sie dann mit Gewinn. Der spekulative Wertpapierhandel könnte sich also nur vollziehen unter Festlegung bedeutenden eigenen Kapitals der Spekulanten und grossem Risiko und in einem Umfang, dessen äusserste Grenze der am Markte effektiv vorhandene Stückevorrat bilden würde. Die elementarste Form, in welcher der Kredit in diese einfachen Zustände einzugreifen vermöchte, ist das echte Lombardgeschäft, d. h. Entleihung einer Geldsumme unter gleichzeitiger Verpfändung von Wertpapieren, welche dem Geldverleiher als Sicherheit für das Darlehen dienen sollen. Die Spekulation *à la baisse* ist auch hier noch ausgeschlossen, dagegen erfährt diejenige *à la hausse* eine Weiterentwicklung: der Spekulant *à la hausse* kauft Papiere, lombardiert sie bei einem Kapitalisten, kauft mit der entliehenen Geldsumme wieder Stücke, die er wiederum lombardiert u. s. w.; ist die erwartete Kurssteigerung eingetreten, so kündigt er die aufgenommenen Kredite und verkauft die früher gekauften Effekten. Die Haussespekulation kann also grösseren Umfang annehmen, da sie durch das Dazwischentreten des Kredits nicht mehr allein von dem im Besitz der Spekulanten befindlichen Kapital abhängt. Begrenzt bleibt der Umfang der Spekulation in diesem Stadium immer noch von dem am Markte jeweils vorhandenen wirklichen Stückequantum, weil bei jedem Geschäft dem Geldverleiher, „dem Hereinnehmer“, Effekten *in natura* „hereingegeben“ werden müssen, und zweitens von der Grenze, bis zu welcher

die Kapitalisten die lombardierte Wertpapiere beleihen würden; der Geldverleiher müsste nämlich bei jedem Lombardgeschäft einen gewissen Teil seines Vermögens festlegen in Wertpapieren, deren Kurse — besonders durch die fortwährend stattfindenden Realisationsgeschäfte anderer Spekulanten — schroffen Schwankungen unterworfen wären; für das hierin liegende Risiko müsste der „Hereinnehmer“ ein Äquivalent suchen — einmal durch Festsetzung einer möglichst niedrigen Beleihungsgrenze, zum andern in der Anrechnung eines möglichst hohen Lombardzinsfusses, welcher in Wirklichkeit nur die Form darstellen würde, in welcher der Kapitalist eine Vergütung für seine Beteiligung an den Spekulationsgeschäften erhielte. Der Spekulation wären also auch noch in dieser Entwicklungsphase ziemlich enge Schranken gezogen, in welche erst durch Zuhilfenahme des sog. unechten Lombardgeschäftes¹⁾ eine weitere Bresche gerissen wird. Das Charakteristikum des unechten Lombards besteht darin, dass die bei der Pfandauslösung zurückgegebenen Stücke mit den ursprünglich hereingenommenen nicht identisch sein müssen; der Hereinnehmer wird also Eigentümer der bei ihm lombardierte Papiere und hat dieselben bei Kündigung des Kredites nicht in natura, sondern nur in genere zurückzugeben. Die Bewegungsfreiheit, welche sich nunmehr der Spekulation eröffnet, ist im Vergleich zu den vorigen Stadien eine ganz bedeutende: Zunächst ist die Baissespekulation erleichtert. Der Kapitalist, welcher von seinem Rechte Gebrauch macht, über die hereingenommenen Papiere weiter zu verfügen — was er natürlich nicht thun muss —, hofft zweifellos, er werde die Effekten, wenn der Lombardkredit gekündigt wird, zu einem niedrigeren Kurse zurückkaufen, und kann sich also eben dadurch, dass er über die hereingenommenen Effekten weiter verfügt, seinem à la hausse spekulierenden Hereingeber als Baissespekulant gegenüber stellen. Ausserdem kann aber nunmehr auch mit Kredit à la baisse spekuliert werden. Wie nämlich der „Haussier“ Geld entleiht gegen „Hereingabe“.

¹⁾ Vgl. besonders die klaren Ausführungen Webers in der „Deutschen Juristen-Zeitung“ vom 1. Juni 1896 Nr. 11 S. 208 ff.

der per Kassa gekauften Stücke — in der Absicht, bei Eintritt der erhofften Kurssteigerung die lombardierte Effekten unter Kündigung des Lombarddarlehens mit Gewinn zu verkaufen — ebenso kann der Baissier Wertpapiere per Kassa verkaufen und die zur Erfüllung seines Geschäftes erforderlichen Stücke gegen bar von einem Stückebesitzer entleihen mit der Verpflichtung der Rücklieferung der Stücke in genere bei Kündigung des Kredits, wobei er hofft, die an Stelle der entliehenen dem Stückeverleiher zurückzuerstattenden Stücke billiger zurückkaufen zu können. Nun können sich die Funktionen, welche der Geldverleiher gegenüber dem Haussepekulanten und der Stückeverleiher gegenüber dem Baissepekulanten erfüllt, in einer Person vereinigen: in Bankhäusern, welche die unter Verleihung von Geld an die Haussiers hereingenommenen Stücke gegen Zahlung von Geld an die Baissiers hinausgeben.

Bedeutend weiter sind in diesem Stadium die Grenzen, welche dem Umfang der Spekulation gezogen sind: die Zahl der Umsätze ist von dem jeweils am Markte vorhandenen Stückesvorrat unabhängiger geworden; denn ein und dieselbe Effektenquantität kann einer grossen Anzahl von Umsätzen dienen, weil der „Hereinnehmer“ von der Pflicht realer Bereithaltung der Stücke entbunden ist. Aber die völlige Loslösung der Zahl der Umsätze vom Stückesvorrat ist auch hier nicht gegeben, weil bei jedem Geschäft der Verkäufer täglich mit der Möglichkeit, sich die erforderlichen Stücke zu beschaffen, rechnen muss. Gegenüber der Haussespekulation anderseits besteht die Grenze darin, dass man die hereingegebenen Papiere möglichst nieder beleiht, einen möglichst hohen „Report“ und über den Wert der lombardierte Papiere hinaus ein Unterpfand für Kreditwürdigkeit des Spekulanten — bestehend in Geld oder Wertpapieren — verlangt.

Von der Gestalt, welche die Spekulation in diesem Stadium der Entwicklung annimmt, bieten die Schilderungen, welche die Sachverständigen ¹⁾ von der New Yorker Börse geben, ein

¹⁾ Z. B. Russell S. 419, 422; Winterfeldt S. 636 ff.; Baer S. 825; Salomon S. 1154; Sulzbach S. 1362—1365; Goldschmidt S. 1596.

überaus unerfreuliches Bild. Hier gibt es keinen Terminhandel, sondern nur täglich prolongierte Kassageschäfte. Die Prolongation erfolgt manchmal zu einem Report von $\frac{3}{4}$ —1 0/0, d. h. bis zu 365 0/0 im Jahre — also zu einem Zinsfusse, der, mit den bei uns üblichen Reportsätzen verglichen, ganz abnorm erscheint. Um die täglichen Erklärungen der Kontrahenten, ob sie weiter prolongieren wollen oder nicht, zu ersparen, bedient man sich der Makler. Diese stehen mit den grossen Banken, welche das Reportgeschäft betreiben, in Verbindung und prolongieren alle Geschäfte zu den ihnen von den Banken angegebenen Report- und Deportsätzen so lange, bis sie andre Instruktionen erhalten. Jeden Tag kann der eine wie der andre der Kontrahenten — die sich unter sich gar keinen Kredit gewähren — auf Erfüllung dringen und die Prolongation verweigern. So ist durch plötzliche Kündigung der Prolongation der Bankerott grosser Firmen herbeigeführt worden, die bereits wenige Stunden nach der Exekution in der Lage gewesen wären, zu erfüllen. Für kleine Spekulanten, denen nicht der Kredit grosser Firmen zur Verfügung steht, sind die Gefahren noch schlimmer. Die Verhältnisse des Marktes sind äusserst unstät, die Kurse der Papiere sind den schroffsten Schwankungen ausgesetzt.

Was uns also hier in die Augen fällt, ist neben der manchmal wucherischen Ausbeutung, welche der Spekulant seitens des Kapitalisten erfährt, hauptsächlich die Kürze der Frist, für welche Kredit gewährt wird. Gegenüber diesem — auf einer rohen Stufe des Kreditwesens ruhenden — Zustand bedeutet der Terminhandel einen bedeutenden Fortschritt in der Technik der Kreditgewährung. Die Kontrahenten können sich nicht mehr täglich „aus dem Engagement werfen“, sondern sind beiderseits erst zu einem festen, späteren Termine zur Erfüllung verpflichtet und gewähren sich somit für diese Frist Kredit. Erst zu diesem Termine braucht der auf Kredit spekulierende Haussier um Beschaffung des Geldes, der Baissier um Beschaffung der Stücke besorgt zu sein. Sehr oft fällt diese Sorge überhaupt weg, weil sich noch vor dem Erfüllungstermine Gelegenheit bietet, durch Abschluss eines Gegengeschäftes das ursprüngliche Geschäft zu „realisieren“, da die

erhoffte Kursveränderung noch vor Ultimo (bezw. Medio) eingetreten ist. Nicht mehr für jeden einzelnen Tag, sondern nur wenn bis zum Liquidationstag die erwartete Kursbewegung noch nicht oder nicht in dem gewünschten Masse stattgefunden hat, wird die Prolongation durch Hereingabe oder Entleihen von Stücken nötig. Dadurch und weil die Prolongation nicht mehr auf einen Tag, sondern auf den ganzen Zeitraum bis zum nächsten Stichtag verlegt ist, wird die Abhängigkeit der Spekulanten vom Kapital bedeutend verringert und die Gefahr halsabschneiderischer Kündigungen geradezu ausgeschlossen; die Gleichheit der Abschlusssummen und die Gleichheit des Abschlussstermines ermöglichen die jederzeitige Realisation eines Geschäftes, das am Liquidationstag übliche Verfahren der Skontrierung löst die Zahl der möglichen Umsätze fast völlig von dem vorhandenen Stückevorrat los, der Markt wird stabiler, das Risiko geringer, die Benutzung des Spekulationskredites wird mit der Ausgestaltung eines geregelten Report- und Deportgeschäftes eine stetigere, gleichmässigere, die grossen plötzlichen Kurven der durch die Kassaspekulation herbeigeführten Kursschwankungen werden durch kleinere häufigere ersetzt, kurz, die schlimmen Wirkungen der Kassaspekulation sind im Termingeschäft nach jeder Richtung hin gemildert. Der Terminhandel stellt somit nicht die einzige, wohl aber die vollkommenste Form der Kreditspekulation dar.

E. Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Terminhandels in Banknoten und Effekten nach den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmungen.

Haben wir nun auf deduktivem Wege nachzuweisen gesucht, dass der Terminhandel nichts anderes bedeutet als die bis jetzt vollkommenste Form der Kreditspekulation, und dass er deshalb mit der Weiterbildung des Kreditwesens, sowie der Erreichung einer höheren Wirtschaftstufe überhaupt durchaus im Einklange steht, so sollen nunmehr die in der Enquete behandelten Wirkungen desselben erfahrungsgemäss geprüft werden. Die Erörterung dieser Frage ist um so wichtiger,

als die Existenzberechtigung des Wertpapier-Terminhandels seitens der Gesetzgebung der verschiedenen Länder und der Fachlitteratur bis auf den heutigen Tag mehrfach in Frage gestellt wurde.

Zur richtigen Würdigung des Wertpapierterminhandels muss vor allem auf die Verschiedenheit der Bedeutung der Spekulation in Wertpapieren und derjenigen in Waren hingewiesen werden ¹⁾.

Die Aufgabe der letzteren besteht darin, mittelst einer Wahrscheinlichkeitsschätzung der künftigen Marktverhältnisse die Wareneinfuhr möglichst zweckmässig der Zeit nach zu verteilen und zu leiten. Die Warenspekulation befasst sich einerseits mit solchen Waren, deren Erzeugung periodisch wiederkehrt und hinsichtlich ihrer Quantität von unberechenbaren Naturfaktoren beeinflusst wird, anderseits mit solchen, die fortwährend hergestellt werden, und zwar in einer Quantität, die sich schliesslich der Nachfrage anpasst. Die Waren der ersteren Art, also namentlich Rohstoffe und dem unmittelbaren Konsum dienende Bodenprodukte, werden um so mehr Gegenstand der Spekulation, und die volkswirtschaftliche Funktion dieser Spekulation wird um so wichtiger, je allgemeiner und unabweisbarer das Bedürfnis nach den betreffenden Produkten ist. Die Spekulation entledigt sich ihrer Aufgabe — der richtigen zeitlichen Verteilung des jährlich schwankenden Ernteergebnisses ²⁾ — teils dadurch, dass sie von den reich-

¹⁾ Vgl. hierzu Lexis, „Handel“ in Schönbergs Handbuch d. polit. Oekonomie Bd. II S. 875.

²⁾ Die Lösung dieser grossen volkswirtschaftlichen Aufgabe ist selbstverständlich nicht das Motiv des einzelnen Spekulanten. Er wird von rein privatwirtschaftlichen Interessen geleitet. Wenn eine schlechte Ernte zu erwarten ist, so hält er seinen Vorrat fest oder schliesst neue Käufe ab, nicht etwa, weil er verhindern möchte, dass die heimische Volkswirtschaft in der Zukunft Mangel an den betreffenden Produkten habe, sondern weil er hofft, in Zukunft recht hohe Preise für seine Ware zu erhalten. Erscheint ihm der Preis entsprechend hoch, so wird er die Ware verkaufen, noch ehe er sie in natura besitzt, und lediglich die Differenz der Preise als Gewinn einstecken. Indem er in dieser Weise sein privatwirtschaftliches Interesse verfolgt, trägt er zur Lösung der volkswirtschaftlichen Aufgabe der Spekulation bei.

lichen Ernten guter Jahre einen Teil zur Deckung des Ausfalles in Zeiten des Mangels aufspeichert, teils dadurch, dass sie, wenn solche Vorräte nicht vorhanden sind, rechtzeitig eine sparsame Beschränkung der Konsumtion durch die Preisgestaltung herbeiführt. Ganz anders verhält es sich jedoch mit den Wertpapieren. Die Spekulation befasst sich hier vor allem nicht mit Objekten, welche der Versorgung der Gesellschaft mit nötigen oder nützlichen Gebrauchs- und Verzehrungsgegenständen dienen, sondern dient nur dem Wechsel der Vermögensanlage. Die Objekte des Warenterminhandels werden fortwährend neu hervorgebracht, die des Effekterminhandels dagegen sind — abgesehen von Neuemissionen, welche als besondere Operation an anderer Stelle zu behandeln sind — in festbestimmten Beträgen vorhanden. Die Waren, in welchen Terminhandel besteht, werden einmal endgültig in den Besitz irgend eines Konsumenten gebracht; von den Effekten dagegen, welche Gegenstand des Terminhandels sind, wird nur ein Teil zum Zwecke der dauernden Kapitalsanlage erworben; daneben gibt es genug Fälle, in welchen um der Differenz der mutmasslichen künftigen und gegenwärtigen Preises willen fortwährende Käufe und Verkäufe auf Grund von Schätzungen des künftigen Preises zwischen Spekulanten abgeschlossen werden. Ein Wertpapier bleibt dann auf der Oberfläche des Börsenverkehrs „schwimmend“.

Welches ist nun nach den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmungen der volkswirtschaftliche Nutzen des Wertpapierterminhandels?

a) Nicht immer will der Terminhandel aus der Differenz künftiger und gegenwärtiger Preise Gewinn ziehen, sondern unter Umständen soll der Gewinn erzielt werden aus der Differenz gegenwärtiger Preise an verschiedenen Orten, d. h. der Terminhandel dient den Zwecken der Arbitrage.

Wenn beispielsweise italienische Rente in Rom $\frac{1}{4}\%$ höher im Kurse steht als in Paris, so greifen sofort die Arbitrageure ein, kaufen dieses Papier in Paris und verkaufen es in Rom, solange bis die Differenz ausgeglichen ist. Im blossen Kassageschäft wären solche Operationen bei kleinen Preisverschiedenheiten erschwert, ja vielfach unmöglich gemacht durch die

Verschiedenheit der Lieferungsbedingungen¹⁾ der verschiedenen Börsen, durch die Transportverhältnisse und endlich durch die Grösse des hierzu ohne Terminhandel erforderlichen Kapitals.

Die preisnivellierende Thätigkeit der Arbitrage bei entwickeltem Effekterminggeschäft geht so weit, dass die zu derselben Zeit an verschiedenen Orten festgestellten Preise der im internationalen Terminhandel befindlichen Papiere fast ganz übereinstimmen. Die Feststellung eines Weltpreises für Gegenstände des Welthandels — beruhend auf dem internationalen Ausgleich von Angebot und Nachfrage²⁾ — bildet einen unbestreitbaren volkswirtschaftlichen Vorteil. Derselbe darf jedoch nicht überschätzt werden. Einmal darf man mit Lexis³⁾ annehmen, dass diese Termingeschäfte, welche den Ausgleich gegenwärtiger Preise zur Folge haben, bei weitem keinen so grossen Umfang haben würden, wenn die Spekulation auf die Zukunft nicht so ausserordentlich entwickelt wäre. Anderseits wäre der jetzt mit Hilfe des Terminhandels erzielte Erfolg auch im Kassageschäft — allerdings mit grösserem Kapitalaufwand — zu erreichen, wenn die Lieferungsbedingungen der verschiedenen Börsen eine den Transportverhältnissen entsprechende internationale Regelung erführen⁴⁾.

b) Der Terminhandel in ausländischen Valuten und Staatsrenten bildet für Handel und Industrie eine Versicherung gegen Verluste, welche diesen Interessen aus Valutaschwankungen entstehen könnten. Daher kommt es auch, dass fast nur in Werten dieser Art Geschäfte auf fernere Termine als auf

¹⁾ In Amsterdam hat der Verkäufer das Recht, die verkauften Papiere erst nach 21 Tagen zu liefern, der Transport in New York gekaufter Papiere nach dem Kontinent nähme mindestens 8—10 Tage in Anspruch; in London, wo nur Termingeschäft besteht, ist für sofortige Lieferung eine besondere „Fasson“ zu zahlen (Kopetzky S. 77).

²⁾ Diese an sich recht unbrauchbaren Schlagworte werden hier nur der Kürze halber als Kollektivbegriffe für die verschiedenartigen Preisbestimmungsfaktoren beibehalten.

³⁾ Schönbergs Handbuch d. polit. Oekonomie Bd. II S. 879 Anm. 93.

⁴⁾ Vgl. auch Baron, „Die Börsenenquete“ S. 62: „Man vergesse doch nicht, dass das Effektivgeschäft die Abrede einer späteren Lieferung durchaus zulässt.“

den nächsten Ultimo vorkommen. Bezüglich der Leute, welche sich zu diesem Zwecke des Terminhandels bedienen, kann man die paradox klingende Behauptung aufstellen, dass sie sich der entwickeltsten Form der Spekulation bedienen, um nicht spekulieren zu müssen.

Wer beispielsweise Getreide, Flachs, Holz u. s. w. aus Russland oder der österreichisch-ungarischen Monarchie zu einem bestimmten Zeitpunkt eingekauft und zu einem späteren zu bezahlen hatte, musste sich, so lange starke Kursschwankungen im Werte des Papiergelds dieser Länder vorkamen, gegen die Schwankungen der Valuten dadurch sichern, dass er russische oder österreichische Noten auf Zeit kaufte. Ebenso musste der Fabrikant, welcher Lieferungen nach Ländern mit schwankender Währung übernommen und später dafür Zahlung in der fremden Währung zu erwarten hatte, seine Forderungen auf Zeit verkaufen; denn ein für ihn gewinnreiches Geschäft könnte ihm Schaden bringen, wenn die fremde Valuta in der Zwischenzeit bedeutend im Kurse sich verschlechtert.

Wenn man hier einwendet, der internationale Zahlungsverkehr könne ebensogut durch geeignete Wechseloperationen geregelt werden, so übersieht man, dass dies nur mit grösseren Schwierigkeiten und grösserem Risiko geschehen könnte¹⁾. Einmal wird es nicht leicht sein, stets Wechsel mit passender Verfallzeit am Markte zu finden, ferner fiel dem Fabrikanten und Warenhändler die Beurteilung der Güte ausländischer Wechsel als lästige Aufgabe zu, die ihm dadurch noch mehr erschwert wird, dass er nicht weiss, wie der Gläubiger, dem die Wechsel remittiert werden sollen, deren Güte beurteilen wird.

Der durch den Handel und die Industrie herbeigeführte internationale Zahlungsverkehr erfolgt schliesslich allerdings grossenteils durch Tratten, sowie durch gegenseitige Zahlungsanweisungen in- und ausländischer Bankhäuser. Aber die Banken bedürfen selbst wieder geeigneter Zahlungsmittel, um ihre Verbindlichkeiten unter sich auszugleichen. Die Edelmetall-

¹⁾ Vgl. Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 1894. Band VI S. 625 ff. (Lexis).

bewegung ist gehemmt durch Rücksichten auf die heimische Diskonto- und Bankpolitik, somit bleiben ihnen als Zahlungsmittel oft nur die auf Termin gehandelten ausländischen Banknoten, das ausländische Papiergeld und die im internationalen Terminhandel verwendeten Wertpapiere. Von diesen kommen in erster Linie die Staatsrenten in Betracht, da die Summen, in welchen sie ausgegeben sind, meist gross genug sind, um solche Papiere zugleich an verschiedenen Börsen einzuführen. So wird, wie bereits erwähnt, Deutsche Reichs- und preussische Staatsanleihe ausser an deutschen Börsen jetzt auch in London auf Zeit gehandelt; russische, italienische, österreichische und ungarische Rentenpapiere sind in Berlin, Frankfurt, London und Paris zugleich Gegenstand eines lebhaften Zeithandels, und man darf wohl mit den Sachverständigen annehmen, dass dieser Terminhandel durch das Bedürfnis nach internationalen Zahlungsmitteln hervorgerufen, mindestens aber zu seiner heutigen Bedeutung gebracht wurde, wenn auch immerhin bei dem einen oder andern Papiere andre Faktoren ursprünglich mitgewirkt haben mögen.

Des weiteren werden auch eine Reihe von Aktien, welche an deutschen, englischen und französischen Börsen zugleich auf Termin gehandelt werden, in gleicher Weise wie die erwähnten Rentenpapiere als Hilfsmittel des internationalen Zahlungsausgleiches benutzt. Aber auch bei Betrachtung dieser Funktion des Terminhandels darf nicht übersehen werden, dass bei weitem nicht alle Termingeschäfte in ausländischen Valuten und Staatsschuldverschreibungen durch Bedürfnisse des internationalen Zahlungsausgleiches, sondern zu einem sehr grossen Teil durch die Spekulationslust hervorgerufen werden. So sind russische Noten Gegenstand einer lebhaften Spekulation gewesen. Bekanntlich hat der russische Finanzminister Witte versucht, diese Spekulation durch Massregeln zu bekämpfen, welche den Zeithandel in russischen Noten bedeutend eingeschränkt und im Laufe der Zeit fast ganz unterbunden haben ¹⁾.

¹⁾ Der Jahresbericht der Berliner Aeltesten von 1893 sagt bereits: „Grosse Portefeuilles von russischen Wechseln, gegen die zur Sicherung

Ebenso wird der Handel in österreichisch - ungarischer Valuta bedeutungslos werden, sobald dort die Durchführung der Goldwährung gelungen sein wird. Statt dessen wendet sich neuerdings die Spekulation mit grösserem Interesse italienischen Werten zu.

c) Der volkswirtschaftliche Nutzen des Wertpapierterminhandels soll ferner angeblich darin bestehen, dass durch sein Vorhandensein der Ankauf von Papieren zum Zweck einer wirklichen Anlage und der Verkauf zum Zweck der Beschaffung flüssiger Mittel erleichtert wird, insofern, als mit Hilfe des Terminhandels später fällige Geldsummen bereits heute in Wertpapieren angelegt werden können, und umgekehrt Wertpapiere zum heutigen Kurs zu einem späteren, dem Besitzer geeigneter erscheinenden Termin veräussert werden können ¹⁾.

Dieses Argument zum Nachweis des volkswirtschaftlichen Nutzens des Wertpapierterminhandels ist nicht besonders wirksam. Denn zur Erreichung dieses Zieles bedarf es gar nicht des börsenmässigen Terminhandels und seiner hochentwickelten Technik; im Gegenteil, das einfache Lieferungs-geschäft erscheint hierzu geeigneter, weil es der freien Vereinbarung der Kontrahenten auch die Bestimmung des Lieferungstermines und der Abschlusssummen überlässt, während der börsenmässige Terminhandel gewöhnlich nur Geschäfte per Ultimo des laufenden Monats und auf feste Mengeneinheiten zulässt. Ferner sind die meisten Kapital- und Effektenbesitzer gar nicht in der Lage, vom Terminhandel zu dem oben erwähnten Zwecke Gebrauch zu machen, da von den etwa 1400 an der Berliner Börse eingeführten Wertpapieren nur ca. 50 auf Zeit gehandelt werden. Ausserdem trifft das Argument

des Kursrisikos russische Banknoten auf Zeit verkauft zu werden pflegen, konnten nicht mehr gehalten werden, weil auf die Herschaffung der Banknoten zum Lieferungstermin nicht wie früher mit Sicherheit gerechnet werden konnte.“

Der russische Finanzminister erblickte in der Stabilität des Rubelkurses die Vorbedingung für die Valutaregulierung und schritt daher durch eine mit Hilfe einiger Berliner Grossbanken erfolgreich durchgeführte enorme „Schwänze“ gegen die Baissespekulation in Rubelnoten ein.

¹⁾ Vgl. z. B. Kopetzky S. 77, Russell S. 419 u. a.

nicht zu bei denjenigen Provinzialbörsen, an welchen Terminhandel überhaupt nicht besteht, während die Zahl der dort gehandelten Lokalpapiere, wie die täglich sich vollziehenden Umsätze ziemlich bedeutend sein können.

d) Als weiterer Vorteil des Wertpapierterminhandels wurde von den vor der Enquetekommission vernommenen Sachverständigen die Thatsache erwähnt, dass er die Grundlage des Reportgeschäftes bilde ¹⁾. Dasselbe sei für Grosskapitalisten und Banken zur vorübergehenden Anlage flüssiger Kapitalien ein sehr sicherer und gewinnbringender Geschäftszweig. Da der Reportierungszinsfuss in der Regel höher ist als der Wechseldiskont, so biete das Reportgeschäft den Banken die Möglichkeit, ihren Kunden — besonders in Zeiten mit niedrigem Zinsfuss — einen verhältnismässig hohen Zins für ihre Bareinlagen zu gewähren. Ausserdem übe das Reportgeschäft vermöge seines internationalen Charakters gleichzeitig einen günstigen Einfluss auf die gleichmässigere Gestaltung des Zinsfusses in den verschiedenen Ländern und trage so zur Verhütung von Krisen oder wenigstens zur Abschwächung ihrer gefährlichen Wirkungen bei.

Diese günstige Wirkung des Terminhandels durch das Reportgeschäft ist nicht in Abrede zu stellen, aber sie hat eine soziale Kehrseite, die man nicht übersehen darf: Das Reportgeschäft besteht darin, dass der Kapitalist dem besitzlosen oder wirtschaftlich zu schwachen Spekulanten das Geld zur Abnahme der gekauften Stücke leiht, ihm so die Fortsetzung der Spekulation ermöglicht und dafür einen sicheren Gewinn als Report erhält ²⁾. Die Wahrheit dieses Satzes kann nicht durch den Hinweis entkräftet werden, dass auch grosse Bankhäuser Effekten in Kost geben, um sich dadurch die zur Kreditgewährung an ihre Klientel erforderlichen Mittel zu verschaffen ³⁾.

¹⁾ So Winterfeldt, Stenogr. Ber. S. 438 u. a.

²⁾ Vgl. auch Baron, „Die Börsenenquete“ S. 56.

³⁾ Die Reportgeschäfte der Bankhäuser dienen fast nie der Prolongation von ihnen eingegangener Börsengeschäfte, sondern meist lediglich der Geldbeschaffung. Der Darlehensnehmer verkauft einen Betrag Effekten an den Darlehensgeber auf den Termin, zu welchem er Geld

Gemildert wird diese ungünstige Wirkung des Reportgeschäftes durch zweierlei. Einerseits fliesst der von kapital-schwachen Spekulanten gezahlte Report teils als Zins für Bardepositen, teils als Dividende von Aktiengesellschaften, schliesslich wieder der breiten Schicht der mittleren Bevölkerungsklassen, den Inhabern von verzinslichen Depositen und den Kontokorrentkunden zu, anderseits werden die Reportsätze vielfach dadurch verbilligt, dass Börsenspekulanten, nämlich Baissiers, welche nur die Beschaffung der Stücke im Auge haben, die Reportierung zu niedrigem Satze bewirken ¹⁾.

Bei allem, was über das Reportgeschäft gesagt wurde, ist aber vor allem ein sehr wichtiger Punkt übersehen, nämlich, dass das Reportgeschäft nichts dem Terminhandel speziell, sondern etwas der Kreditspekulation überhaupt Eigentümliches ist, welche letztere sich ebensowohl des Kassageschäftes bedienen kann.

e) Als weiterer Vorzug des Terminhandels wird angeführt, er erweitere den Markt. Bei der ungeheuren Ausdehnung welche die Kapitalanlagen in Wertpapieren in neuerer Zeit angenommen haben, ist das Vorhandensein eines lieferungs-, aber auch kauffähigen Marktes ein unzweifelhafter volkswirtschaftlicher Vorteil. Ein solcher Markt ist um so leistungsfähiger, je leichter und bequemer sich hier Käufe und Verkäufe jeder beliebigen Quantität von Wertpapieren vollziehen können, und je grösser die Zahl der hier verkehrenden Käufer und Verkäufer ist. Diese Vorteile bietet der Terminmarkt in hohem Grade ²⁾. Seine verfeinerte Technik ermöglicht es vielen, als Käufer aufzutreten, ohne dass sie den Kaufpreis besitzen, und als Verkäufer, ohne dass sie die Effekten besitzen. Der bequemen Form der Eingehung eines Termingeschäftes entspricht eine ebenso einfache und leichte Art der Abwicklung, bei welcher das allenthalben als Zeichen eines hochentwickelten

braucht, und kauft sie gleichzeitig zu einem späteren Termin zurück. Vgl. „Salings Börsenpapiere“ (R. Siegfried) 1892 Bd. I S. 151.

¹⁾ Ibid. S. 151 ff.

²⁾ Bei Einführung eines Effektes in den Terminhandel macht sich häufig die Thatsache, dass dem betreffenden Papier hierdurch grössere Absatzfähigkeit geschaffen ist, sofort in einer kleinen Kurserhöhung bemerkbar. Stenogr. Ber. Bär S. 825, Wiener S. 1075 u. a.

Handelsverkehres geltende Prinzip verwirklicht ist, den grösstmöglichen Güterverkehr mit dem geringstmöglichen Aufwand von Barmitteln und Güterbewegung zu erzielen. Wird nun diese Erweiterung des Marktes durch Einführung des Terminhandels einem durchaus guten Anlagepapier zu teil, so erleichtert sie die solide Kapitalanlage, wie die Kreditvermittlung. Mit Recht wünschen daher die Sachverständigen ¹⁾, es möge sich in Deutscher Reichs- und preussischer Staatsanleihe ein lebhafteres Zeitgeschäft entwickeln, damit auch grosse, nur auf kurze Zeit anzulegende Summen dieser Papiere ohne wesentliche Kursverluste gekauft und wieder veräussert werden können. „Ich verweise,“ sagt der Sachverständige Kopetzky, „auf das Beispiel von Frankreich, wo ganz vorübergehende Anlagen in Renten gemacht werden, weil man sicher ist, soweit man überhaupt sicher sein kann, das Geld, das man in solchen Werten angelegt hat, auch sehr schnell wieder flüssig machen zu können.“

Aber diese Erhöhung der Absatzfähigkeit ist unter den bestehenden Verhältnissen auch Papieren von minder grosser Sicherheit zu teil geworden ²⁾. So sind z. B. manche Bergwerksaktien Gegenstand des Terminhandels geworden. Die grossen Bergwerksgesellschaften sind meist dadurch entstanden, dass mehrere kleine Zechen zu einer Unternehmung vereinigt wurden und das zur Abfindung der früheren Besitzer erforderliche Kapital successive aufgebracht wurde. Aus diesem Grunde hat z. B. das Kapital der Harpener Bergwerksgesellschaft fortwährende Erhöhungen erfahren; die finanzierenden Bankhäuser deckten sich gegen das grosse Risiko, das sie übernommen hatten, durch vorsichtige, fortwährende Begebung der Aktien im Wege des Terminhandels. Ebenso verfuhr man bei Unterbringung von österreichischen, italienischen, serbischen und mexikanischen Anleihen. Die durch den Terminhandel geschaffene Erweiterung des Marktes hat also neben der Unterbringung solider Papiere auch der notdürftigen Placierung

¹⁾ Kopetzky S. 83 u. a.

²⁾ Vgl. Alexander S. 451 ff., Basch S. 989, Kussel S. 1464, Bamberger S. 664, Wiener S. 1844 u. a.

riskanterer Werte gedient. Die Emissionshäuser gehen dabei mit grosser Vorsicht vor, wachen ängstlich darüber, dass nicht durch plötzliches Angebot der Kurs gedrückt werde und stossen ihre Vorräte durch Zeitgeschäfte unmerklich ab. Die Spekulation nimmt das neue Papier vorläufig auf, und dasselbe flottiert am Markte, bis es im Laufe der Zeit entweder in feste Hände übergeht oder wegen der grossen „Marge“ seiner Bewegung zum beliebten Spielobjekt wird, wie es z. B. bei den Aktien von Bergwerken, deren ungewisse Erträgnisse naturgemäss grosse Kursschwankungen der Papiere zur Folge haben, der Fall ist.

Ziehen wir das Fazit aus der Betrachtung der bisherigen Ausführungen, mit welchen die in der Enquete vernommenen Börsenleute den volkswirtschaftlichen Nutzen des Wertpapierterminhandels darzuthun suchten, so ergibt sich folgendes:

Ein Bruchteil — wie gross derselbe ungefähr ist, bleibt auch nach der Börsenenquete unbekannt — der Termingeschäfte, welche in internationalen Terminpapieren abgeschlossen wurden, diene der Arbitrage, ein weiterer Bruchteil — dessen ungefähre Grösse ebenfalls nicht ermittelt ist — diene der Kursversicherung gegen Valutaschwankungen, und endlich hat der Terminhandel zuweilen Anwendung gefunden zur Erleichterung der Emission gewisser Papiere. Weitere Fälle, wo der Terminhandel ein „wirtschaftliches Bedürfnis“, wie in der Enquete gefragt war, erfüllte, sind in den Sachverständigenvernehmungen nicht angegeben. Somit war — wenigstens nach den Ergebnissen der Enquete — das Motiv, das allen übrigen Zeitgeschäften in Wertpapieren zu Grunde lag, blosse Spekulation auf ein künftiges Steigen oder Fallen der Kurse. Die Papiere, in welchen ein dauernder Terminhandel aus andern Bedürfnissen als denen der Spekulation möglich wäre, sind demnach nur ausländische Valuten und internationale Terminpapiere; der Kreis der Personen, welche „berufsmässig“ Termingeschäfte abzuschliessen haben, besteht nur aus Arbitrageuren und Leuten, welche im Zahlungsverkehr

mit Ländern mit schwankender Valuta stehen. Die berufsmässigen Börsenleute selbst schliessen, von den vorerwähnten Fällen abgesehen, keine Zeitgeschäfte für eigene Rechnung ab, oder sollten dies nach Ansicht der vernommenen Geschäftsleute wenigstens nicht thun; soweit es dennoch geschieht, ist es nur bei den unreellen Elementen der Fall, welchen die übrigen Börsenleute „nur mit Vorsicht“ Kredit geben. Die Mehrzahl der bisher abgeschlossenen Zeitgeschäfte in Wertpapieren waren also nicht berufsmässige Operationen von Börsenleuten, sondern Spekulationsgeschäfte, an denen sich Angehörige der verschiedensten Berufsarten und Stände beteiligten. Ein Sachverständiger ¹⁾ sagt geradezu: „Wenn das Publikum nicht mitgeht, ist die Börse Null.“

Wenn aber auch das Motiv bei der Mehrzahl der Zeitgeschäfte in Wertpapieren, besonders der sog. Differenzgeschäfte, Spekulation ist, so darf man doch, wie schon früher betont, diese beiden Begriffe nicht als identisch betrachten und muss immer im Auge behalten, dass der Terminhandel nur die Form ist, in welcher die Spekulation sich bei uns geäussert hat, neben welcher jedoch noch andere Formen in Betracht kommen können. Man darf infolgedessen das, was von der Wertpapierspekulation überhaupt gilt, nicht als etwas dem Wertpapierterminhandel speziell Eigentümliches hinstellen. Wollte die Enquete in dieser Beziehung Klarheit schaffen, so war erstens zu untersuchen: welches sind die Wirkungen der Wertpapierspekulation überhaupt, gleichviel in welcher Form sie sich äussert, und zweitens, welches sind die dem Wertpapierterminhandel speziell eigentümlichen Wirkungen. Wenn man zu einem richtigen Resultat kommen wollte, war eine solche Unterscheidung unbedingt erforderlich. Ihr Fehlen macht sich vielfach in den in der Enquete gepflogenen Erörterungen über den Terminhandel bemerkbar. Daher sind wichtige Fragen, welche nach der Enquete klar gestellt sein könnten, noch heute umstritten, vor allem die Frage nach dem Einfluss des Terminhandels auf die Preisgestaltung. Weitaus die Mehrzahl der in der Enquete ver-

¹⁾ Sulzbach S. 1363.

nommenen Sachverständigen neigte nach ihren Erfahrungen zu der — auch in der Wissenschaft als richtig geltenden — Ansicht hin, der Terminhandel führe eine gleichmässigere Preisgestaltung herbei in der Weise, dass statt plötzlicher grosser Kursschwankungen häufige kleine Preisveränderungen einträten. Um dies zu beweisen, wird gewöhnlich folgendermassen argumentiert: Auf dem Kassamarkt kann ein verhältnismässig geringes Angebot schon einen Kursrückgang, eine geringe Nachfrage schon eine Kurssteigerung zur Folge haben, weil der Kreis der Käufer und Verkäufer bedeutend kleiner ist, als im Terminhandel¹⁾. Im Terminhandel dagegen ruft gesteigerte Nachfrage sofort gesteigertes Angebot hervor und umgekehrt, weil jeder Käufer und Verkäufer das Risiko seines Geschäftes durch die entgegengesetzte Operation wieder leicht von sich abwälzen kann. Geht die Bewegung à la hausse, so werden sich fortwährend Spekulanten mit Realisierung ihres Gewinnes zurückziehen, d. h. es werden täglich einige der früheren Käufer nunmehr Verkäufe abschliessen und dadurch retardierend auf die weitere Entwicklung der Hausse wirken. Ebenso verhalte es sich bei den Spekulationen à la baisse. Ein Teil der Baissiers werde sich täglich durch Käufe decken; dadurch werde täglich die Stärke der Baisse gemildert, und so würden sprungweise Kursrückgänge vermieden²⁾. Diese deduktive — an sich einleuchtende — Beweisführung hat die Börsenkommission zu stützen gesucht durch eine graphische Darstellung der Kursbewegung von fünf Effekten, und zwar dreier Terminpapiere (Diskontokommanditanteile, Harpener Bergwerksaktien und Ostpreussische Südbahnaktien) und zweier Spekulationspapiere

¹⁾ So sagt der Sachv. Bamberger (S. 659): „Ich erinnere mich aus dem Jahre 1873, wo Diskontokommandit amtlich noch nicht per Ultimo gehandelt wurden, dass an einem Tage durch Zusammenfluss von Verkaufsoorders der Kurs 50 % niedriger war als am Tage vorher. Diese Erscheinung hätte nach meiner Erfahrung sich niemals ergeben können, wenn Terminhandel schon damals vorhanden gewesen wäre.“ Vgl. ferner die Aussagen des Sachv. Winterfeldt (S. 442) bezüglich der Aktien der Maschinenbaugesellschaft Schwartzkopff.

²⁾ Vgl. Stenogr. Ber. Lexis S. 3534, Winterfeldt S. 432 u. a.

des Kassamarktes (Aktien der Patzenhofer-Brauerei und der Berliner Maschinenfabrik Schwarzkopff) während des Zeitraumes von 1886—1892.

Leider ist in dieser Darstellung nur die Kursbewegung von Monat zu Monat angegeben, während es für den vorliegenden Zweck gerade darauf ankommt, die fortdauernden kleinen Schwankungen von Tag zu Tag für die Terminpapiere und die Grösse der manchmal an einem Tag sich vollziehenden Kursveränderungen der Kassapapiere nachzuweisen¹⁾.

Immerhin liefert aber die Tabelle auch in dieser Form wertvolle Anhaltspunkte. Die Aktien der Patzenhofer-Brauerei sind beispielsweise von Mai bis Juni 1891 von 540 auf 280 gefallen — eine Kursveränderung, wie sie keines der Terminpapiere in solchem Zeitraum zeigt; Harpener Bergwerksaktien, welche unter den Terminpapieren die stärksten Kurven der Kursbewegung beschrieben, haben einmal innerhalb zwei Monaten als stärksten Kursrückgang einen solchen von 100 % erfahren. Berücksichtigt man aber, dass die Höhe des Grundkapitals der verglichenen Wertpapiere sehr verschieden ist und dass sich die Spekulation zu ein und derselben Zeit der verschiedenen Papiere nicht in gleich hohem Grade bemächtigt²⁾,

¹⁾ Baron sagt („Die Börsenenquete“ S. 49), „das Argument (der Terminhandel sei geeignet, wenn auch nicht die Häufigkeit, so doch die Grösse der Preisschwankungen zu hindern) selbst erscheint mir nicht richtig. Bei den unzähligen Papieren, welche nicht per Ultimo gehandelt werden, ist die tägliche Preisschwankung eine im ganzen geringe.“ Diese Argumentation begeht den Fehler, dass sie Ungleichartiges vergleicht. Es ist nicht die Kursbewegung der auf Termin gehandelten Spekulationspapiere mit der Kursbewegung beliebiger oder sämtlicher Anlagepapiere des Kassamarktes zu vergleichen, sondern aus den nur per Kassa gehandelten Papieren sind die sog. Spekulationspapiere herauszugreifen, d. h. diejenigen, in welchen täglich grosse Umsätze stattfinden und welche weniger zum Zwecke der dauernden Kapitalanlage als wegen der zu erwartenden Kursgewinne gehandelt werden.

Auf die Verschiedenheit der Kursbewegung sicherer Anlagepapiere und minder sicherer Spekulationspapiere weist auch Struck hin (Handwörterb. d. Staatsw. Bd. II S. 694).

²⁾ „Bekanntlich“, sagt der Sachv. Winterfeldt (S. 433), „sind ja die Werte, auf die sich die Spekulation wirft, Modesache. Es sind in

so kann man nicht eben sagen, dass durch die Börsenenquete die Behauptung erfahrungsmässig vollkommen erwiesen sei, der Terminhandel führe eine gleichmässigere Gestaltung der Kurse der Wertpapiere herbei. Vollkommener wäre der zu liefernde Beweis wohl gelungen, wenn man die Kursbewegung derjenigen Papiere, welche bereits vor ihrer Einführung in den Terminhandel Gegenstand einer lebhaften Spekulation waren, graphisch dargestellt hätte und zwar für die Zeit vor und nach Bestehen des Terminhandels. Dazu hätte dann noch eine Vergleichung zweier hinsichtlich ihrer Preisgestaltung annähernd denselben Konjunkturen unterliegenden, mit annähernd gleichem Grundkapital ausgegebenen Papiere kommen können, von welchen das eine Gegenstand der Newyorker Kassaspekulation, das andre Gegenstand der deutschen Terminspekulation ist. Wenn es auch die Enquetekommission unterlassen hat, die Behauptung von der durch den Terminhandel herbeigeführten gleichmässigeren Preisgestaltung genügend durch Thatsachen zu belegen, so haben anderseits ihre Untersuchungen auch keine Argumente für das Gegenteil zu Tage gefördert. Ueberall, wo man in der Enquete die gegenteilige Ansicht vertrat, ist die Streitfrage, auf die es allein ankommt, nicht festgehalten: Werden die täglichen Preisschwankungen eines Papiers, welches Gegenstand einer lebhaften Spekulation geworden ist, grösser sein, wenn sich die Spekulation des Kassageschäftes bedient, oder wenn sie sich des Terminhandels bedient? Wesentlich anders lautet natürlich die Frage: Sind die täglichen Preisschwankungen der auf Termin gehandelten Papiere geringer als diejenigen der per Kassa gehandelten Effekten? Je nachdem man sich die eine oder die andre Frage stellt, wird die Antwort verschieden ausfallen, wie die Börsenenquete beweist¹⁾. Auf einer irrigen Auffassung der Streit-

gewissen Perioden Industriepapiere, die Kohlenaktien; die Spekulation verschwindet, wenn sie schlechte Erfahrungen gemacht hat, ebenso schnell aus diesen Papieren, und es kommen da so wunderbare Veränderungen im Handel vor, dass, während in einem Papier ungeheure Umsätze monatelang gemacht sind, dann nachher wieder monatelang und vielleicht Jahr und Tag die Umsätze verschwindend sind.“

¹⁾ Enquetebericht S. 77.

frage beruht es offenbar auch, wenn Baron sagt¹⁾: „Bei den unzähligen Papieren, welche nicht per Ultimo gehandelt werden, ist die tägliche Preisschwankung eine im ganzen geringe.“

Weit wichtiger als die Frage nach den Preisänderungen ist diejenige nach der Richtigkeit der Preise, nämlich: „Entsprechen die für die Terminpapiere festgestellten Preise dem wahren Werte dieser Papiere?“ Die Aussagen der Sachverständigen zu dieser Frage hatten meist etwa folgenden Sinn: Das Publikum habe sich des Terminhandels bedient, um zeitweise Teilhaber an Unternehmungen zu werden, auf deren fernere Entwicklung es aus den Beobachtungen der Vergangenheit und der Beurteilung der gegenwärtigen Lage²⁾ Schlüsse ziehen zu können glaube. Es werde so das Interesse an den verschiedenen Zweigen der Industrie, des Handels, des Transportwesens etc. in immer weitere Kreise unsrer Gesellschaft hineingetragen. Alle Thatsachen, die auf das Gedeihen eines solchen Unternehmens Einfluss übten, würden gesammelt, viele Tausende kontrollierten den Gang der Geschäfte und richteten danach ihre Börsenoperationen ein, auf Grund deren ein Börseterminpreis festgestellt werde, welcher den gemeinen Wert des betreffenden Papiere darstelle.

Wie besteht eine solche Schilderung gegenüber der Thatsache, dass die Richtung der Spekulation stets von bestimmten eingeweihten Bankhäusern und Grosskapitalisten angegeben wird, in deren Gefolge sich dann eine Menge urteils-

¹⁾ „Die Börsenenquete“ (Berlin 1895) S. 49.

²⁾ So werde z. B. ein Getreidehändler, welcher fortwährend die Ernteaussichten Oesterreichs und Russlands verfolgt, hieraus auf die Erträge der Bahnen, welche den Export vermitteln (Galiz. Eisenbahn, Ostpreuss. Südbahn u. s. w.), schliessen und Zeitgeschäfte in deren Aktien eingehen (Arnhold S. 443).

In den Aktien der Dortmund-Enscheder Eisenbahngesellschaft soll der Terminhandel nur deswegen Eingang gefunden haben, weil man glaubte, „es spiegele sich in ihren Kursen die Lage des westfälischen Kohlenmarktes“ (Russell S. 417).

Die Aktien des Norddeutschen Lloyd sollen Gegenstand des Terminhandels geworden sein, weil seine Schiffe nicht alle versichert sind, das Vermögen der Gesellschaft infolgedessen grossen Gefahren und deshalb die Aktien grossen Kursschwankungen ausgesetzt sind (Wolde S. 300).

loser kleiner Spekulanten einstellen, welche blind der ihnen angedeuteten Richtung à la hausse oder à la baisse folgen? Waren die Motive, welche die wenigen leitenden Spekulanten (die sog. haute finance) zu Operationen à la hausse oder à la baisse veranlassten, wirklich in den Kreditverhältnissen eines Staates oder der inneren Entwicklung einer Aktiengesellschaft begründet, so trägt die Mitwirkung des Privatpublikums in diesem Falle nur dazu bei, dass das Urteil eingeweihter Kreise in den festgestellten Kursen in übertriebenem Masse zum Ausdruck gelangt, d. h. in Kursen, die viel höher oder viel niedriger sind, als sie im Vergleich zu der Rente, welche das betreffende Papier abwirft, sein sollten¹⁾. So stiegen Harpener Bergwerksaktien vom Juli 1889 bis Januar 1890 von 150 % auf 330 % und fielen alsdann vom Januar bis Mai 1890 von 380 % auf 180 %; und alle diese Kurse sollten dem wahren Wert entsprechen, wenn die von dieser Gesellschaft verteilte Dividende für das Geschäftsjahr 1889/90 von 15 % auf 20 % für das Geschäftsjahr 1890/91 stieg?

Ausserdem ist noch der nicht seltenen Fälle zu gedenken, wo auch die die Spekulation leitende haute finance getäuscht war und sich zu Börsenoperationen veranlasst fühlte, welche in der wirklichen wirtschaftlichen Lage eines Unternehmens oder den Marktverhältnissen durchaus nicht begründet waren. Auch Fälle dieser Art haben die Untersuchungen der Enquete-kommission zu Tage gefördert.

Die Preise, die bei Geschäftsabschlüssen in irgend einem Industriezweig (z. B. beim Verkauf von Schienen in der Eisenindustrie) erzielt wurden, dienen den Spekulanten als Grundlage für die Beurteilung der Verhältnisse dieses Industriezweiges und für ihre Börsenoperationen in den entsprechenden Wertpapieren. Manche Leiter industrieller Unternehmungen machen sich dies zu nutze, indem sie den Preis für die her-

¹⁾ Vgl. bes. Struck, „Börsenspiel“ im Handwörterb. der Staatsw. Bd. II S. 696: „In dem Masse aber, als dies geschieht (nämlich dass unfähige Elemente sich zur Spekulation drängen), verlieren die befähigten Elemente ihren Einfluss auf die Bewegung. Denn eine richtigere Preis- oder Kursbewegung ist bei grösserer Zahl der Spekulanten nur so weit besser gesichert, als es sich um befähigte Personen handelt.“

gestellten Produkte ihren eigenen Börsenoperationen anpassen und dadurch die übrigen Spekulanten täuschen.

So kann beispielsweise bei grossen Schienensubmissionen von den Leitern der Eisenwerke ein besonders billiger Preis festgesetzt werden; dadurch tritt mit ziemlicher Sicherheit ein Kursrückgang in Eisenwerten ein, und dies kann durch Baisse-spekulationen in einem Masse ausgenutzt werden, dass der vorherige Preisausfall reichlich gedeckt wird¹⁾.

Ebenso kommt es vor, dass bei Baissespekulationen der Kredit einer Unternehmung in durchaus ungerechtfertigter Weise angegriffen wird — zu keinem andern Zweck, als um den gewünschten Kursrückgang herbeizuführen.

Angesichts dieser Thatsachen bedarf die Frage, ob der Terminhandel zur richtigeren Bewertung der Papiere beitrage, gewiss der Beachtung. Die richtige Antwort ist auch hier nur zu finden, wenn man daran festhält, dass der Terminhandel nicht die einzige, sondern nur die vollkommenste Form der Spekulation ist, d. h. wenn man die Wirkungen der Kreditspekulation überhaupt und diejenigen, welche dem Terminhandel speziell eigentümlich sind, scharf auseinanderhält. Bemächtigt sich die Kreditspekulation — gleichviel ob in Form des Kassageschäftes oder der des Termingeschäftes — in grösserem Umfang eines Papieres, so wird die Mitwirkung der „Mitläufer“ sich stets in übertrieben hohen oder übertrieben niedrigen Kursen bemerkbar machen, nur mit dem Unterschied, dass der Terminhandel geeigneter ist, diese schädlichen Einflüsse auf die Bewertung abzuschwächen als die Kassaspekulation. Diese — nach den Schilderungen der Sachverständigen über das in Amerika herrschende Börsenspiel — zweifellos richtige Behauptung durch das Zusammentragen eines genügenden Thatsachenmaterials zu stützen, war von den der Enquete obliegenden Aufgaben eine der allerwichtigsten, die jedoch leider — wie manche andre — ungelöst geblieben ist. Ebenso mangelt es auch nach den Verhandlungen der Börsenenquete noch an Belegen für die Behauptung, das ausserhalb der Börse stehende Publikum betheilige sich

¹⁾ Stenogr. Ber. Dr. Basch S. 990 ff.

vorwiegend an der Haussespekulation; a priori spricht allerdings für diese im einzelnen nicht näher durch Erfahrungsbeispiele belegte Ansicht eine gewisse innere psychologische Wahrscheinlichkeit.

Die Zeitgeschäfte mit beschränktem Risiko (Prämien-, Stellagen- und Nochgeschäfte) waren in der Enquete Gegenstand besonderer Diskussionen, die jedoch nicht in erster Linie thatsächliche Feststellungen zum Zwecke hatten, sondern — dem durch die ganze Enquete gehenden moralisierenden Zuge folgend — darauf hinausliefen, ob „es sich empfiehlt“, dem als verwerflich erkannten Börsenspiel „durch gesetzliche Bestimmungen entgegenzuwirken — etwa dahin, dass Prämiengeschäfte für nichtig oder doch unklagbar erklärt werden“. Bei dieser Behandlung der Sache konnte die Ausbeute an thatsächlichen Ergebnissen natürlich nur gering ausfallen und hat in Wirklichkeit im Vergleich zu dem, was bereits bekannt war¹⁾, fast nichts Neues zu Tage gefördert. Das Wesentlichste über die äussere Gestalt der Zeitgeschäfte mit beschränktem Risiko ist bereits gesagt. Amtliche Notizen werden nirgends in Deutschland für diese Geschäfte festgestellt. Gegenstand derselben sind ausser Valuten meist nur solche Terminpapiere, in welchen eine besonders lebhafte Spekulation stattfindet.

Was für die Beurteilung der Prämiengeschäfte von Wichtigkeit ist und nach den Ausführungen in „Salings Börsenhandbuch“ als bekannt vorausgesetzt werden darf, ist kurz folgendes: Das Privatpublikum beteiligt sich an Prämiengeschäften fast ausschliesslich als Prämienzahler, da hier das Risiko von vornherein begrenzt ist, während die Prämienzieher vorwiegend dem Kreise der Börsenleute und Bankiers angehören. Dem Prämienzieher bietet sich die Möglichkeit, mit Hilfe des Vorprämiengeschäftes die zu einem — nach seiner Ansicht — zu hohen Kurse gekauften Effekten zu einem günstigeren Kurse abzustossen, mit Hilfe des Rückprämiengeschäftes dagegen, den Verkaufswert zu billig weggebener

¹⁾ Zu verweisen ist besonders auf die Ausführungen R. Siegfrieds über die „Prämiengeschäfte“ in „Salings Börsenhandbuch“ I. Teil.

Stücke zu verbessern¹⁾. Das Stellagegeschäft dient dem Prämienmakler zur Glattstellung seiner in Vor- und Rückprämiengeschäften eingegangenen Engagements. Das Nochgeschäft endlich dient denjenigen, welche sich am Prämien- und Stellagegeschäft beteiligen, dazu, sog. „schiefe“ Prämien und Stellagen, d. h. solche, die sich wegen ihres Missverhältnisses zum Ultimokurs nicht weiter begeben oder in neue Prämiengeschäfte umwandeln lassen, wieder zu börsenmässigen Geschäften zu gestalten. Diese technischen Funktionen, welche die Prämiengeschäfte für die berufsmässigen Börsenleute erfüllen, sind in der Enquete nur oberflächlich berührt worden; was sie über die Prämiengeschäfte ergeben hat, ist etwa folgendes:

1. Prämiengeschäfte dienen im internationalen Zahlungsverkehr der Kursversicherung²⁾. Wer beispielsweise nach Russland Offerten für Waren irgend welcher Art zu einem bestimmten Preise macht und die Bestellung erst auf einen späteren Termin erwartet, wird sich gegen die Schwankungen, welchen der Rubelkurs bis zum Zeitpunkt der Bestellung unterliegt, nur durch ein Prämiengeschäft zu schützen vermögen. Demselben Zwecke der Sicherung eines bestimmten Kurses dienen Prämiengeschäfte in den internationalen Terminpapieren in der Arbitrage.

2. Das Prämien- und Nochgeschäft kann für den solideren Betrieb des Emissionsgeschäftes von grossem Werte sein. Wenn z. B. ein Emissionshaus 100 Millionen einer ausländischen Anleihe in der Weise übernommen hat, dass es 20 Millionen fest und gleichzeitig für die nächsten vier Monate das Optionsrecht auf je weitere 20 Millionen erwirbt, so bietet das Prämien- und Nochgeschäft allein dem Emissionshaus die Möglichkeit, einen seinen eigenen Uebernahmebedingungen entsprechenden Weg der Begebung der Anleihe einzuschlagen. Bestünde dieser Weg nicht, so bliebe dem Emissionshaus nur die Wahl zwischen dem grossen Risiko, das mit der Uebernahme von 100 Millionen

¹⁾ Alles Nähere hierüber siehe R. Siegfried, „Salings Börsenhandbuch“ I. Teil S. 134 ff.

²⁾ Vgl. besonders die Ausführungen des vereideten Maklers Benary S. 139 ff.

auf einmal verbunden ist, oder dem Verzicht auf das ganze Geschäft¹⁾).

3. Wenn man die Spekulation überhaupt zulässt, dann muss man konsequenterweise auch das Mittel zulassen, das Risiko derselben zu mindern. Es ist beispielsweise möglich, dass jemand einen Aufschwung der Kohlenindustrie voraussieht, seiner Sache aber nicht ganz sicher ist und deshalb nur ein bestimmtes ziffermässig auszudrückendes Risiko übernehmen will. Angenommen, er fände einen Gegenkontrahenten, der seinen Besitz an Kohlenaktien zu einem 5 oder 10 % höheren Kurse per Ultimo zu verkaufen bereit ist, warum sollte man diese beiden Leute hindern, ein Prämiengeschäft abzuschliessen? Nun wurde von den Sachverständigen allerdings nicht in Abrede gestellt, dass die Zeitgeschäfte mit beschränktem Risiko vorwiegend Spielzwecken dienen, dass sie zur Erhöhung der Zahl der „fiktiven“ nur „auf dem Papier“ sich vollziehenden Umsätze beitragen, dass sie von ungünstigem Einfluss auf die Preisgestaltung sein können²⁾, dass endlich gerade das kapital- und urteilsschwächere Publikum sich mit Vorliebe an diesen Geschäften beteiligt, trotzdem wünschte keiner der für die Effektenbranche vernommenen Sachverständigen ein Verbot dieser Geschäfte, weil es ihnen nicht angängig erschien, technisch hochentwickelte Verkehrsformen nur deshalb zu beseitigen, weil urteils- und kapitalschwache Elemente dieselben zum Börsenspiel missbrauchten. Immer wieder und wieder zeigt sich in den Untersuchungen der Enquetekommission, dass weitaus die meisten schädlichen Wirkungen, welche man dem Termingeschäft — sowohl demjenigen mit beschränktem wie dem mit unbeschränktem Risiko — zuschreibt, der Kreditspekulation — welche stets Formen zu ihrer Bethätigung gefunden hat und finden wird — zur Last fallen und nicht den heute bestehenden Geschäftsformen. Ob aber zwischen der Form, deren sich die Kreditspekulation bedient und dem Umfang derselben ein gewisser Zusammenhang besteht und welcher, bleibt nunmehr noch zu untersuchen.

¹⁾ Kopetzky S. 136.

²⁾ Siehe besonders Christians S. 1803.

F. Börsenspiel.

Zum richtigen Verständnis dieses Wortes ist es vor allem nötig, sich über den Begriff der Spekulation und die Grenzen, die man ihm ziehen will, klar zu werden.

„Unter Spekulation im allgemeinen,“ sagt Brückner¹⁾, „versteht man ein gegenwärtiges Handeln, bedingt durch die Wahrscheinlichkeit, aus diesem Handeln in Zukunft einen erwünschten Erfolg zu erzielen. — Je grösser die Wahrscheinlichkeit wird, um so mehr nähert sie sich der Gewissheit, je kleiner sie wird, um so näher kommt sie dem Glück und Zufall. Die Spekulation steht also in der Mitte zwischen Gewissheit einer- und Glück und Zufall anderseits.“

Auch Lexis findet das hauptsächlichste Merkmal der Spekulation darin, dass sie ein aleatorisches Moment, ein Spielrisiko enthält, das allerdings durch reiche Erfahrung bedeutend herabgemindert werden könne²⁾.

Also das Moment des Ungewissen ist charakteristisch für die Spekulation, in welcher Form sie auch in der Volkswirtschaft hervortrete. Aber gerade dieses Moment ist auch für den Begriff Spiel³⁾ das wesentlichste. Der Spekulant will nun durch seine Intelligenz und sein Denken Herr über das Ungewisse werden. Dieses Element tritt besonders hervor in der Wette. Die juristische Terminologie hat sich die erdenklichste Mühe gegeben, durch scharfsinnige Ausführungen die Begriffe Spiel und Wette festzustellen und zu umgrenzen⁴⁾. Für unsern Zweck, d. h. zur Unterscheidung von Spekulation und Börsenspiel, sind jedoch diese Distinktionen wenig wert-

¹⁾ „Der Differenzhandel an der Börse“ S. 46.

²⁾ Lexis, „Spekulation“ im Handwörterb. der Staatsw. Bd. V. Vgl. auch Macculloch, Principles of political economy“ p. 320 ff.

³⁾ Die Vieldeutigkeit und Unklarheit dieses Wortes tritt besonders hervor, wenn man bedenkt, dass die englische Sprache für diesen Begriff vier verschiedene Ausdrücke mit ganz verschiedener Bedeutung besitzt (play, sport, game, gamble).

⁴⁾ Vgl. z. B. Krügelstein, „Ueber den begrifflichen Unterschied von Spiel und Wette“; ferner Wilda, „Die Wetten“ (in der Zeitschr. f. D. Recht und D. Rechtswissenschaft Bd. VIII S. 200 ff.).

voll, denn für den Spekulanten wie für den Börsenspieler ist es, wie Cohn sich ausdrückt¹⁾, der Sporn des Ungewissen mit der Lockung des Gewinnes, welcher das Getriebe der Spekulation im Gange hält, welcher überhaupt das ganze Getriebe des Systems privater Unternehmungen und privaten Eigentums im Gange hält.

Also nicht in den Motiven, welche dem Handeln zu Grunde liegen, sind die Unterscheidungsmerkmale zwischen Börsenspiel und Spekulation zu suchen, denn sowohl der Spekulant wie der blosse Spieler haben das gemeinsame Ziel, die Gewinnung einer Differenz zwischen dem bekannten gegenwärtig gültigen und dem noch unbestimmten künftigen Kurs.

Auch nicht in der Form und Technik der Geschäfte unterscheidet sich das Börsenspiel von der Spekulation. In beiden Fällen kann ein wirkliches Kaufgeschäft auf Zeit, ein börsenmässiges Termingeschäft abgeschlossen werden²⁾, in beiden Fällen bedienen sich die Kontrahenten derselben Mittelspersonen, derselben Börseneinrichtungen zur Eingehung und Abwicklung des Geschäftes; in beiden Fällen kann die Erfüllung des ursprünglich abgeschlossenen Kaufvertrages ohne effektive Lieferung von Wertpapieren, vielmehr lediglich durch Bezahlung der Differenz zweier Preise (Differenzgeschäft im weiteren Sinne) stattfinden.

Auch nicht des Zeithandels bedarf das Börsenspiel, denn es kann sich zur Erreichung seiner Zwecke ebensowohl des Kassageschäftes bedienen.

Ebensowenig unterscheidet sich notwendig das blosse Börsenspiel von der Spekulation in den Wirkungen für die Börse selbst. Beide können zur Erweiterung des Marktes, zur Ver-

¹⁾ G. Cohn, Beiträge zur deutschen Börsenreform, „Ueber das Börsenspiel“ S. 138.

²⁾ Sog. reine Differenzgeschäfte, d. h. Geschäfte, deren Vertragsgegenstand die Differenz zweier Preise bildet, kommen nach Aussage der kaufmännischen und juristischen Sachverständigen, welche die Enquete-kommission vernommen hat, fast nicht vor. Siehe Stenogr. Ber. Kopetzky S. 117, 121, Russel S. 460, Kussel S. 1466/67, v. Pflaum S. 1569.

Vgl. ferner Motive zum Entwurf des bürgerlichen Gesetzbuches Bd. II S. 648.

mehrung der Zahl der Umsätze und zur Erhöhung der Absatzfähigkeit der Papiere beitragen.

Wenn nun weder in den Motiven, von welchen der Börsenspieler und Spekulant getrieben werden, noch in der juristischen Form, noch in der Technik ihrer Geschäfte, noch in der Wirkung derselben für die Börse brauchbare Unterscheidungsmerkmale liegen, worin sonst sind diese zu finden?

Die Form, in welcher die Enquetekommission den Sachverständigen diese Frage vorlegte, war folgende:

„Gibt es Merkmale (und eventuell welche?), wonach sich der reelle Terminhandel von dem blossen Differenzgeschäft (Börsenspiel) unterscheidet, und empfiehlt es sich, letzterem durch gesetzliche Bestimmungen entgegenzuwirken?“

Die Antworten der hierüber vernommenen Börsenmänner, Juristen und Nationalökonomen haben das übereinstimmende Ergebnis geliefert, dass es solche Merkmale nicht gibt; soweit man solche anzugeben versucht hat, wurde im Vergleich zur bisherigen juristischen Litteratur über Differenzgeschäfte und über den Standpunkt, welchen die Judikatur zur Klagbarkeit der Differenzgeschäfte eingenommen hat, nichts Neues geliefert.

Diese vergeblichen Bemühungen der Enquetekommission führen zu dem Resultat, dass die Kriterien für Börsenspiel und „reellen Terminhandel“ überhaupt nicht in der Sache liegen, sondern lediglich in den Personen, welche sich an der Spekulation beteiligen.

Der Spekulant unterscheidet sich von dem blossen Börsenspieler hauptsächlich durch zwei Eigenschaften, durch Urteilsfähigkeit und Kapitalkraft. Vermöge dieser Eigenschaften kann er eine ungünstige Kursentwicklung länger ertragen als der wirtschaftlich schwache, kleine Jobber¹⁾, er findet noch Kredit zur Prolongation, wenn jener schon seine „Börsenengagements“ lösen muss; er kann sich die Kommunikationsmittel besser dienstbar machen und sich über wichtige Begebenheiten schneller unterrichten; er erfährt ferner durch seine gesellschaftlichen und geschäftlichen Beziehungen, die er mit

¹⁾ Vgl. Struck, „Börsenspiel“ im Handwörterb. der Staatsw. Bd. II S. 696.

den Spitzen staatlicher Behörden, mit den Leitern grosser kommerzieller und industrieller Unternehmungen pflegt, wertvolle Mitteilungen eher als die grosse Menge der Mitläufer. Er behält mit gespanntester Aufmerksamkeit alle Momente im Auge, welche für die Kursentwicklung eines Papiere bestimmt sein können, baut hierauf seine Wahrscheinlichkeitsberechnung des künftigen Preises auf und sucht seine Kenntniss durch den Abschluss von Kaufs- oder Verkaufsgeschäften nutzbar zu machen. Er setzt dadurch einen Teil seines Vermögens aufs Spiel; als Entschädigung für das Risiko, das er auf sich nimmt, und als Lohn für seine geistige Thätigkeit empfängt er einen entsprechenden Kursgewinn, wenn seine Berechnung richtig war. War dies nicht der Fall, so büsst er seinen Irrtum durch einen entsprechenden Kapitalverlust. Wenn auch dieser Thätigkeit innerhalb des gesamten Getriebes der Volkswirtschaft bei weitem nicht dieselbe Wichtigkeit beizumessen ist wie der Spekulation im Warenhandel, so bestünde dennoch für die Oeffentlichkeit und die Gesetzgebung keine Veranlassung, gegen diese Art einer gefahrvollen privaten Kapitalverwendung seitens eines Grosskapitalisten irgend welche Bedenken zu erheben, vorausgesetzt, dass aus seinem Thun nicht der Gesamtheit Nachteile erwachsen.

Aber die Gewinne der Grossspekulanten haben die Spekulationslust des grossen Publikums gereizt. In den Kreis der Spekulanten der eben geschilderten Art haben sich Leute gedrängt, welchen theils die eine oder andre, theils sogar beide hierzu erforderlichen Eigenschaften: Urteilsfähigkeit und Kapitalkraft fehlen. Leute aller Berufsarten und Stände, bis herab in die untersten Schichten unsrer Bevölkerung, haben sich an der Spekulation beteiligt, und die Folgen, welche daraus entstanden, stellen einen grossen sozialen Schaden dar, der schon lange ¹⁾ die Aufmerksamkeit der Oeffentlichkeit auf sich lenkt, besonders aber in neuerer Zeit eine wahre Sturmflut von Schriften hervorgerufen hat ²⁾.

¹⁾ Vgl. Mirabeau, „Dénonciation de l'agiotage au Roi et à l'assemblée des Notables“ 1787.

²⁾ Die hauptsächlichsten seit Einberufung der Enquetekommission erschienenen Veröffentlichungen über das Börsenspiel sind:

Gerade die Thatsache, dass auch nach der Börsenenquete, in der juristischen und volkswirtschaftlichen Litteratur, in der Tagespresse, in der öffentlichen Meinung von berufener und unberufener Seite noch so viele Stimmen laut werden, welche das Börsenspiel zur Diskussion stellen, beweist, wie wenig die Börsenenquete auf diesem Gebiet zur Klärung der Sachlage und damit zur Reform beigetragen hat. Die Arbeiten und Veröffentlichungen der Enquetekommission haben vor allem fast

O. Bähr, „Das Börsenspiel und die Gerichtspraxis“. Grenzboten 1893.

Ders., „Das Ergebnis der Börsenenquete“. Grenzboten 1894.

Ders., „Das Börsenspiel nach den Protokollen der Börsenkommission“. 1894.

H. Wiener, „Das Differenzgeschäft vom Standpunkt der jetzigen Rechtsprechung“. Vortrag, gehalten in der Juristischen Gesellschaft zu Berlin am 14. Januar 1893.

Munk, „Missbräuche an den Börsen“.

„Das Differenzgeschäft“. Erklärung seiner Natur und seines Zusammenhanges mit dem Terminhandel. Abdruck aus der „Hamburgischen Börsen-Halle“ 1893. (Anonym.)

„Der Terminhandel“. Eine kritische Untersuchung über seine Berechtigung und Bedeutung. Abdruck aus der „Hamburgischen Börsen-Halle“, 2. Aufl. 1892. (Anonym.)

V. Ring, „Die Börsenenquete“. Sonderabdruck aus dem Archiv für bürgerliches Recht (Bd. VIII).

Als Fortsetzung hiervon:

J. Baron, „Die Börsenenquete“ 1895.

Edmund Brückner, „Der Differenzhandel an der Börse“ 1895.

Gerhard Alexander Leist, „Die Differenzansprüche aus Börsengeschäften“. Sonderabdruck aus dem Archiv für civilistische Praxis 83. Bd., Neue Folge 33. Bd. 2. Heft, 1894.

Ludwig Cohnstaedt, „Die Vorschläge der Börsenenquetekommission“ 1894.

Julius Wolf, „Die Börsenreform in der Schweiz“ 1895.

Besonders:

G. Cohn, „Beiträge zur deutschen Börsenreform“ 1895.

J. Kohler, „Das Börsenspiel“ („Ueber das Börsenspiel“). Sonderabdruck aus der Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen 1894.

Max Weber, „Die Börse“ in den Schriften der „Göttinger Arbeiterbibliothek“ von 1894.

Dazu kommen noch eine Reihe von Schriften, welche sich lediglich mit dem Produkteterminhandel befassen.

nichts gethan, um dem althergebrachten und weitverbreiteten Irrtum entgegenzuarbeiten, als sei der Terminhandel die einzig mögliche oder die einzig praktisch bedeutsame Form des Börsenspieles.

Um diesem Irrtum zu begegnen, hätte es zunächst einer eingehenden Untersuchung über das Kassaspekulationsgeschäft bedurft. Dahin gehört vor allem eine genauere Betrachtung der Wertpapierspekulation in New York, wo kein Terminhandel, aber ein so wildes, gefährliches Börsenspiel besteht, wie nirgends mehr in der Welt; dahin gehört ferner das eingehendere Studium der Verhältnisse der Wiener Börse vor und nach der Wiedereinführung des Effekterminhandels, die nach vorausgegangener Beseitigung desselben im Winter 1888/89 erfolgt ist.

Hieran musste sich eine Untersuchung reißen über Spekulation und Börsenspiel an deutschen und französischen Börsen, wo Kassa- und Zeitgeschäft diesen Zwecken dienen können, und endlich an englischen Börsen, wo alle Geschäfte als Zeitgeschäfte, abgeschlossen auf den Account day, gelten. Eine solche grundlegende Untersuchung hat die Enquetekommission unterlassen; es ist deshalb auch die Kardinalfrage unbeantwortet geblieben, welchen Einfluss die verschiedenen Formen des Börsenspieles auf seinen Umfang gehabt haben. Wohl mag es sein, dass der Terminhandel — als die technisch entwickeltste Form der Spekulation — den Outsiders die Möglichkeit zur Kreditspekulation am vollkommensten bietet und dass ausser dem Moment des Kredites die im Terminhandel gebotenen bequemen Formen der Eingehung und Abwicklung der Geschäfte für die Spekulationslust der mittleren und unteren Stände einen besonderen Reiz haben können. Es fragt sich aber, ob diese Form wirklich bestimmend war für die Teilnahme des aussenstehenden Publikums an der Spekulation und am Börsenspiel und ob das Fehlen des Terminhandels einschränkend auf die Teilnahme der Outsiders an der Spekulation gewirkt hat. Die Börsenenquetekommission hat es leider unterlassen, die Antwort auf diese Frage zu suchen. Die Folge davon ist, dass wir fast bei allem, was wir über Spekulation und Börsenspiel und über ihre wirtschaftlichen und sozialen Wirkungen erfahren, im Zweifel darüber gelassen werden, was den Wirkungen

der Zeit- oder der Kassaspekulation zuzuschreiben ist, was beiden gemeinsam und was dem einen Umstand im höheren Grade eigentümlich ist als dem andern.

Die nachteiligen Wirkungen des Börsenspieles, welche die öffentliche Kritik in so hohem Masse herausgefordert haben, sind mannigfacher Art.

Für Leute, die sich in der Vornahme ihrer Spekulationsgeschäfte nicht durch eigene Erwägungen, sondern lediglich durch die sog. Börsenmeinung leiten lassen, ist die Beteiligung an der Wertpapierspekulation das reine Glücksspiel, das sich von der Lotterie nur durch grössere Gefahr unterscheidet. War die Börsenmeinung irrig oder war sie von den grossen Spekulanten, die dem kleinen Jobbertum wie Auguren gegenüberstehen, nur zu dem Zweck verbreitet, die Menge zu täuschen, so erfährt die grosse Masse der „Mitläufer“ eine empfindliche Vermögenseinbusse, die vielleicht schon beim erstenmal, vielleicht erst im Wiederholungsfalle zum wirtschaftlichen Ruin des Spielers und seiner Familie führt. Man darf annehmen, dass dieser Fall viel häufiger vorkommt, als in weiteren Kreisen bekannt wird, weil meist sämtliche Beteiligte grosses Interesse an der Verheimlichung solcher Vermögensverluste haben und verhältnismässig selten der Schutz der Gerichte durch Geltendmachung des Differenzeinwandes in Anspruch genommen wird.

Gelingt dagegen die gedankenlose Spekulation, so sind die Wirkungen manchmal nicht minder schädlich. Derjenige Spekulant, dem ohne körperliche und geistige Anstrengung ein grosser Gewinn zufällt durch das blinde Spiel des Zufalls, verliert das Augenmass für den Wert des Besitzes und die Achtung vor ehrlicher Arbeit. Der unverdiente Gewinn reizt zur Verschwendung, zur leichtfertigen und frivolen Auffassung des Lebens und bietet den Angriffen auf die bestehende Eigentumsordnung eine willkommene Handhabe.

In wiederum andern Fällen fehlt dem kleinen Spekulanten zwar nicht die Urteilsfähigkeit, wohl aber das zur Spekulation erforderliche Vermögen. Er schliesst gegen einen verhältnismässig geringen Einschuss Termingeschäfte über Summen ab, die sein Vermögen manchmal sogar ein Vielfaches desselben weit übersteigen. Er wird, um das einmal eingeschossene

Vermögen nicht preisgeben zu müssen, und in der Hoffnung, endlich doch zu gewinnen, Nachschüsse leisten, solange es ihm irgend möglich ist, und wird sich, wenn seine Erwartungen fehlschlagen, auf diese Weise langsam verbluten. Der verwerflichste der hierher gehörigen Fälle ist der, dass mangelhaft informierte und zugleich kapitalschwache Provinzialbankiers mit dem zur verzinslichen Anlage ihnen überlassenen Gelde der Kunden Börsenspiel treiben. Es liegt im Wesen der Spekulation, dass sie eine gewisse Spannkraft erfordert, die nur demjenigen eigen ist, dessen wirtschaftliche Lage auch einen erheblichen Vermögensverlust erträgt. Wer dagegen Börsengeschäfte eingeht, die sein Vermögen übersteigen, sieht sich jederzeit der Gefahr ausgesetzt, dass ihn der nächste Augenblick zum Bettler macht. Auch dieses fortwährende Fürchten und Hoffen wirkt demoralisierend.

„Alle menschlichen Empfindungen,“ sagt Struck treffend¹⁾, „treten zurück vor der Gier nach dem Gelde und der Angst vor dem Bankerott. Bei einer solchen leidenschaftlichen Erhitzung muss dann aber auch die Kühle des Urteils ganz verloren gehen, welche doch erforderlich ist für eine richtige Würdigung der die Preis- oder Kursbewegung beeinflussenden Umstände, und der Einfluss einer leichtsinnigen Spekulation auf die Bewegung kann nur ein ungünstiger sein.“

Der Einfluss des Terminhandels in seinem heutigen Umfang auf die Preisbildung wurde bereits an früherer Stelle besprochen. Unter den schädlichen Wirkungen des Börsenspiels sind die Fälle, wo die eingeweihten grossen Spekulanten bewusst auf den Mangel der Kapitalkraft oder Urteilsfähigkeit der kleinen „Mitläufer“ rechnen und durch betrügerische Massnahmen auf die Kursbewegung einzuwirken suchen, als besonders unerfreuliche hier noch zu betrachten.

Dem Spekulant schwebt als Endziel seiner Börsenoperationen die Gewinnung der Differenz zweier Preise vor; eine solche kann aber nicht entstehen, wenn der Kurs stabil bleibt, sondern nur, wenn er sich ändert. Tritt die erwartete und erwünschte Kursänderung nicht von selbst ein, so ist es begreif-

¹⁾ Handwörterb. der Staatsw. Bd. II S. 697.

lich, dass manche Spekulanten dieselbe künstlich hervorrufen oder wenigstens, wenn sie eingetreten ist, zu verstärken suchen. Die Mittel, deren sie sich hierzu bedienen, sind Verbreitung falscher Nachrichten, Beeinflussung der Presse und Scheingeschäfte. Gewöhnlich schliessen sich die leitenden Spekulanten in einer Gruppe (Hausse- oder Baissepartei) zur Erreichung ihres Zieles zusammen, nehmen ostentativ Käufe oder Verkäufe von grossem Umfang vor, um dadurch weniger urteilsfähige Käufer und Verkäufer zur Nachahmung anzuapornen und diesen dann die ursprünglich gekauften Effekten teurer zu verkaufen, die verkauften billiger von ihnen zurückzukaufen.

Ihren Höhepunkt erreichen solche Manipulationen, wenn es gelingt, einen Corner oder eine Schwänze durchzuführen. Dies besteht darin, dass ein Spekulant, gewöhnlich aber ein Haussekonsortium alle von einem bestimmten Papier am Markt befindlichen Stücke aufkauft und in Verwahrung nimmt, „einsperrt“. Wenn sich nun alle an der Börse erhältlichen Stücke in einer Hand befinden, so fehlen der Baissepartei, den Verkäufern in blanco, am Stichtage die zur Lieferung nötigen Effekten. In der Macht des Haussekonsortiums liegt es nun, die Preise zu diktieren, zu welchen die zu liefernden Beträge abzunehmen sind, oder die Deportsätze, zu welchen die Engagements prolongiert werden können. Am schwierigsten ist die Durchführung einer Schwänze in Papieren mit grossem Gesamtkapital oder in Effekten, welche an verschiedenen Börsen zugleich gehandelt werden. Sehr erleichtert ist diese Operation dagegen beim „Handel per Erscheinen“, d. h. durch Geschäfte in zur Subskription aufgelegten Papieren, die erst später den Zeichnern zugeteilt werden.

Nach den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmung ¹⁾ ist die Durchführung einer Schwänze im Terminhandel leichter möglich als im Kassageschäft, ist aber im ganzen selten gelungen, da der Plan an der Börse meist noch rechtzeitig durchschaut und vereitelt wird.

¹⁾ Vgl. besonders Kopetzky S. 90, Winterfeldt S. 434, Alexander S. 446, Bamberger S. 659, Dr. Basch S. 990, Salomon S. 1154, Sulzbach S. 1370, Simon S. 1580, Schwartz S. 1926.

Am meisten Aufsehen seit 20 Jahren hat die in Basel in den Aktien der Basler Check- und Wechselbank ins Werk gesetzte Schwänze erregt¹⁾. Es gab von diesem Unternehmen 8000 Stück Aktien. Die Allgemeine Kreditbank, zu deren Unterstützung sich später noch einige andre Banken bereit fanden, kaufte alle erhältlichen Aktien der erwähnten Bank effektiv, besonders aber zur Lieferung für später. Schliesslich waren die Blankoverkäufer verpflichtet, 11 000 Stück dieser Aktien zu liefern, während es überhaupt nur 8000 Stück gab und ein grosser Teil dieser sich bereits in den Portefeuilles der Kreditbank befand. Die Verkäufer mussten sich nun zu bedeutend gesteigerten Kursen decken und hatten grosse Verluste.

In Deutschland sind Schwänzen vorgekommen in den fünfziger Jahren in Berechtigungsscheinen auf „junge“ Darmstädter Bankaktien, wovon 5 Millionen Gulden ausgegeben waren, in den siebziger Jahren in Thüringer Bankvereinsaktien, in denen kein Terminhandel stattfand, und in Oesterreichischen Kreditaktien und in den achtziger Jahren in Ostpreussischen Südbahnaktien. Ferner wird erwähnt, dass für Warschau-Wiener Eisenbahnaktien einigemal hohe Deportsätze, bis 4 %, gezahlt werden mussten²⁾.

Das höchste Mass seiner verderblichen Wirkungen erreicht das Börsenspiel in der Spekulationskrise³⁾. Die äussere Erscheinung, in welcher dieselbe hervortritt, ist der jähe, viele Tausende zu wirtschaftlichem Ruin führende Kurssturz, mit welchem Ueberspekulationen im Effektenverkehr ihr Ende zu finden pflegen. Die Ueberspekulation entwickelt sich gewöhnlich in Zeiten eines andauernd niedrigen Zinsfusses und grossen Kapitalangebotes und hochgradiger Unternehmungslust — teils im Anschluss an einen gewissen allgemeinen wirtschaftlichen Aufschwung, teils lediglich als Folge der im

¹⁾ S. Julius Wolf, „Die Börsenreform in der Schweiz“ S. 22 ff.

²⁾ Vgl. die S. 49 zitierten Sachverständigenaussagen.

³⁾ Vgl. E. Struck, „Zur Geschichte der Pariser Börsenkrise von 1882“; Aycard, „Histoire du crédit mobilier 1852—1867“, Paris 1867; O. Michaelis, „Die Handelskrise von 1857“; Neuwirth, „Die Spekulationskrise von 1873“; Oechelhäuser, „Die wirtschaftliche Krise“; R. Ehrenberg, „Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung“, Berlin 1883.

Effektenverkehr vorgenommenen Manipulationen. Seit John Laws Zeiten hatten alle Kulturländer unter den Folgen solcher Ueberspekulationen zeitweise zu leiden; in unsrem Jahrhundert sind Börsenkrisen geradezu mit einer gewissen Periodizität wiedergekehrt.

Der Verlauf derselben ist ziemlich gleichartig. Im Anfang herrscht allenthalben zuversichtliche Stimmung, überall Hoffnung auf Steigen der Kurse. Eine starke Haussepartei bildet sich, die Kurse steigen mehr und mehr, der Kreis der Spekulanten wird immer grösser. Die eingeweihten Grossspekulanten stehen diesem Treiben von Anfang skeptisch gegenüber, manche beteiligen sich aber trotzdem daran in der Hoffnung, ihren Gewinn noch vor dem Eintreten des Rückschlages in Sicherheit bringen zu können, was ihnen nicht selten gelingt. Die kleinen Spekulanten in ihrer tollen Jagd nach dem Golde überladen sich mit Börsenpapieren und legen ihr ganzes Vermögen durch Börsenengagements fest. Sobald dies geschehen, werden die Bedingungen, zu welchen Spekulationsgeschäfte prolongiert werden können, immer schwieriger, die Lage des Marktes wird immer gespannter, und aller Teilnehmer bemächtigt sich in Erwartung des Ausganges der Dinge eine fieberhafte Unruhe, die ihren Ausdruck in den mehr oder minder grossen Kurven der Kursbewegung findet. Die plötzlichen, jähen Kursschwankungen sind in diesem Stadium der Spekulation — das mag immerhin durch die Untersuchungen der Enquetekommission als erwiesen gelten — unbedingt grösser, wenn sich die Spekulation des Kassageschäftes bedient, als wenn Terminhandel besteht. In diesem Zustande bedarf es dann nur eines leisen äusseren Anstosses, um die künstlich aufgeblähte Blase (bubble) zum Platzen zu bringen. Der Anstoss geht gewöhnlich von den wirtschaftlich schwächeren Spekulanten aus. Sie können die gekauften Papiere nicht beziehen, verfügen auch nicht mehr über die zur Prolongation erforderlichen Mittel und müssen nunmehr als Verkäufer auftreten. Die Kurse beginnen zurückzugehen, und der Börse bemächtigt sich plötzlich eine wilde Panik. Da die Kurse von Tag zu Tag sinken, drängen die bisherigen Haussespekulanten aus Furcht vor weiterem Kursrückgang zum Verkauf,

die Kurse sinken nun rapid, und das ganze luftige Gebäude stürzt zusammen, schneller als es aufgebaut war, und begräbt unter seinen Trümmern die wirtschaftliche Existenz von Tausenden von Personen.

Der eben geschilderte Verlauf einer Spekulationskrise wird im allgemeinen der gleiche sein, ob sich nun die Spekulation des Kassa- oder des Zeitgeschäftes bedient, mit dem einzigen Unterschiede, dass im ersteren Fall die Gefahren für das an der Spekulation beteiligte Publikum ungleich grösser sind als im letzteren. Sie bestehen in der beschränkteren Absatzfähigkeit der Papiere, in schrofferen Kursschwankungen, in der grösseren Unsicherheit und Unstetigkeit des Kreditwesens, da die Kontrahenten, wie die Reportbanken nicht an feste, längere Fristen wie beim Terminhandel gebunden sind, in der wucherischen Beteiligung des Grosskapitals — in Gestalt des Reportgeschäftes — an der Spekulation, und endlich in der Möglichkeit halsabschneiderischer Kreditkündigungen. Alle diese Gefahren abzuschwächen, ist, wie wir früher gesehen haben, die technische Funktion des Terminhandels in der Kreditspekulation. Seine Beseitigung vernichtet nicht die Kreditspekulation, sondern nur die zu ihrem Schutze getroffenen Einrichtungen.

G. Die Rechtsprechung des Reichsgerichtes über Differenzgeschäfte.

Da unsre Rechtsordnung bisher keine sonstigen Handhaben zur Bekämpfung des Börsenspieles mit seinen eben geschilderten verderblichen Wirkungen bot, hat sich die Judikatur mehr und mehr die Praxis angeeignet, Geschäften den Rechtsschutz zu versagen, welche sich ihrer Ansicht nach als blosses Spiel darstellen.

Nach den in Deutschland geltenden Gesetzen ist das Spiel unklagbar, und dem Spiel wird das sog. reine Differenzgeschäft gleichgeachtet. Man versteht darunter Geschäfte¹⁾,

¹⁾ Vgl. Gareis-Fuchsberger, „Das Allg. Deutsche Handelsgesetzbuch“ S. 766.

bei welchen eine Verpflichtung zu realer Erfüllung von keiner Seite geltend gemacht werden kann, es vielmehr nur auf die Vergütung des Gewinnes ankommt, welchen der auf den künftigen Preisstand glücklich spekulierende Kontrahent nach Massgabe des am Erfüllungstage bestehenden Preises von seinem Mitkontrahenten in Anspruch zu nehmen hat.

Wenn nun die Parteien zwar die Form des Kaufvertrages wählen, gleichzeitig aber vereinbaren, dass keine derselben berechtigt sein solle, Lieferung oder Abnahme zu verlangen, so ist in Wahrheit kein Kaufgeschäft geschlossen; die Vorschriften über den Kauf können daher keine Anwendung auf ein derartiges Geschäft finden, das seiner Natur nach ein Glücksvertrag ist.

Wohl haben der Spekulationskauf und das Spiel einen gemeinsamen Vertragszweck: die Erzielung eines Gewinnes, d. h. der Differenz zweier Preise, aber nicht einen gemeinsamen Vertragsinhalt. Denn beim Spielvertrag bildet die gegenseitige Verpflichtung zur Zahlung der Preisdifferenz, beim Kaufvertrag die Verpflichtung zur Lieferung der Ware und Bezahlung des Kaufpreises den Vertragsinhalt.

An dieser Unterscheidung hat das Reichsoberhandelsgericht in seinen sämtlichen Entscheidungen festgehalten¹⁾. Das Reichsgericht hat sich dieser Ansicht angeschlossen und das Unterscheidungsmerkmal des Kauf- und Spielvertrages bis zum Jahre 1892 stets darin erblickt, dass beim ersteren nach dem Willen der Vertragschliessenden für den Käufer das Recht auf Lieferung, für den Verkäufer das Recht auf Zahlung des Kaufpreises gegen Abnahme der Ware bestehen soll. Die Geltendmachung dieser Rechte kann nun aber durch stillschweigende Vereinbarung ausgeschlossen sein.

Zur Annahme einer solchen genügte aber die blosser Absicht eines oder beider Teile, es zur Lieferung oder Abnahme nicht kommen zu lassen, seit Errichtung des Reichsoberhandels-

¹⁾ Vgl. die von Wiener gesammelten Entscheidungen „Die Rechtsprechung des Reichsgerichtes, betreffend den Einwand des Differenzgeschäftes“ in den Anlagen zum Bericht der Enquetekommission.

gerichtes bis zu den neuesten Entscheidungen des Reichsgerichtes nicht ¹⁾).

Die sehr zahlreichen Abschlüssen zu Grunde liegende Absicht der Erledigung eines Geschäftes durch blosse Regulierung der Differenz ist also für den juristischen Charakter eines Geschäftes völlig bedeutungslos, solange sie nicht zur Vertragsbestimmung wird. Der Umstand, dass thatsächlich die Erfüllung stets durch Uebertragung an einen Dritten stattfand, und dass sich in diesem Falle Käufer und Verkäufer stets durch Zahlung von Kursdifferenzen ausgleichen mussten, hat in keiner der bisher ergangenen Entscheidungen die Annahme eines reinen Differenzgeschäftes begründet.

Wenn nun die erkennbare Absicht beider Parteien es zur Lieferung oder Abnahme nicht kommen zu lassen, nicht genügt zur Annahme eines Differenzgeschäftes, so fragt es sich, auf welchen andern Umständen die stillschweigende Willenserklärung, dass Effektivlieferung ausgeschlossen sein solle, ersichtlich ist. Zur Beantwortung dieser Frage geht die heutige Rechtsprechung auf die individuellen Umstände des einzelnen Falles ein und legt für die Würdigung der stillschweigenden Spielabrede gewissen Nebenumständen ein grösseres Gewicht bei als bisher.

Auf diesem Wege ist das Reichsgericht in den seit 1892 ergangenen Urteilen dazu gelangt, eine Aenderung in dem bisherigen Rechtszustand herbeizuführen. Das Reichsgericht hat nämlich in einer Reihe von Erkenntnissen ²⁾ ein reines

¹⁾ Der I. Civilsenat des RG. sagt in seinem Urteil vom 24. Mai 1893: „Die blosse Absicht eines der Kontrahenten, nicht effektiv zu erfüllen, sondern am Stichtage statt der effektiven Erfüllung die Differenzausgleichung eintreten zu lassen, begründet auch dann, wenn diese Absicht von vornherein vorhanden und dem Gegenkontrahenten bei Eingehung des Geschäftes bekannt war, nicht den Einwand des klaglosen Differenzgeschäftes, denn das Vorhandensein einer derartigen dem Gegenkontrahenten bekannten Absicht ist nicht gleichbedeutend mit dem für den Thatbestand des reinen Differenzgeschäftes erforderlichen Willen, dass keinem der Kontrahenten ein Anspruch auf effektive Erfüllung zustehen solle.“

²⁾ Vgl. H. Wiener, „Das Differenzgeschäft vom Standpunkt der jetzigen Rechtsprechung“ S. 27 ff.

Differenzgeschäft dann als gegeben erachtet, wenn die zu beziehenden oder zu liefernden Quantitäten das Vermögen des einen Kontrahenten übersteigen und der andre hiervon gewusst hat. Die in diesem Sinne ergangenen Entscheidungen betreffen Fälle, in welchen erwiesen war, dass die Kunden in beschränkten Verhältnissen lebten und dies dem Bankier oder Kommissionär bekannt sein musste. Dem unzulänglichen Vermögensstand werden alsdann die erheblichen Abschlusssummen gegenübergestellt, und aus der Unfähigkeit der Personen, die gehandelten Quantitäten thatsächlich zu liefern oder abzunehmen, wird gefolgert, dass sie sich zur Lieferung oder Abnahme für den Gegenkontrahenten erkennbar nicht haben verpflichtet wollen.

Der eben dargelegte in der oberstrichterlichen Judikatur eingenommene Standpunkt hat in der Gerichtspraxis nicht allgemein Anklang und Nachahmung gefunden. Das Oberlandesgericht in Hamburg erkannte diesen Standpunkt durchaus nicht an, selbst dann nicht, wenn der Kunde selbst seinen Bankier vor Eingehung des Geschäftes auf die Unzulänglichkeit seines Vermögens hingewiesen und der Bankier diesen Einwand mit der Erwiderung entkräftet hatte, es sei ja nur die Zahlung der jeweiligen Differenz zur Regulierung des Geschäftes nötig. Derjenige Civilsenat des Reichsgerichts, welchem die in diesem Sinn ergangenen Urteile des Hamburger Oberlandesgerichts zur Revision zugingen, hat die Auffassung dieses Gerichtes nicht angefochten, während der andre Civilsenat des Reichsgerichtes ähnliche Entscheidungen anderer Oberlandesgerichte aufgehoben hat. In Berlin bestanden zwei Senate des Kammergerichtes nebeneinander, von welchen der eine der neuesten Richtung der oberstrichterlichen Judikatur, der andre der früheren, vom Reichsoberhandelsgerichte vertretenen Auffassung folgte, so dass der Erfolg der Geltendmachung des Differenzeinwandes fast nur davon abhing, ob der Name des Beklagten mit den Buchstaben A bis L oder M bis Z anfang. Durch die verschiedenartige Bedeutung, welche verschiedene Gerichte den sog. „konkludenten Differenzumständen“ ein und desselben Geschäftes beilegten, ist in Deutschland eine gefährliche Unsicherheit des Rechtszustandes geschaffen worden und in der Bevölkerung ein solches Misstrauen gegen die Ge-

richte hervorgerufen worden, dass man von dieser widerspruchsvollen Rechtsprechung nicht mit Unrecht sagen konnte, die Geltendmachung des Spieleinwandes vor deutschen Gerichten sei selbst ein Spiel ¹⁾).

Was die Enquetekommission durch die Sachverständigenverhöre, sowie durch ihre eigenen Verhandlungen zu Tage gefördert hat über die Unerträglichkeit dieses alle Teile unbefriedigt lassenden Rechtszustandes, besonders aber über die völlige Unzulänglichkeit des hier eingeschlagenen Weges zur Bekämpfung des Börsenspieles, ist in dem Kommissionsbericht eingehend und sachlich wiedergegeben, so dass auf eine Wiederholung dieser Ausführungen hier verzichtet werden kann. Nur folgende Punkte aus den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmungen hätten im Enquetebericht vielleicht etwas mehr, als es geschehen ist, hervorgehoben werden dürfen:

1. Die solideren Bankiers haben sich angesichts der Gefahren, welche ihnen aus der Unsicherheit der bestehenden Rechtslage drohten, mehr und mehr von allen Zeitgeschäften mit dem Privatpublikum zurückgezogen ²⁾ und überliessen die Vermittelung der Kreditspekulation der Outsiders immer mehr den unreelleren Elementen des Bankierstandes, woraus — wie sich bei Behandlung des Kommissionsgeschäftes zeigen wird — schwere Missstände, die mit dem Börsenspiel an und für sich nichts gemein haben, entstanden sind.

2. Die neuere in der Judikatur eingeschlagene Richtung hat das eigentliche Börsenspiel in besonders verwerfliche Bahnen gebracht. Es ist vorgekommen ³⁾, dass Spekulanten, welche gewannen, die Differenzen als Gewinn einstrichen, während sie, sobald ihre Spekulationen fehlschlügen, den Differenzein-

¹⁾ Vgl. besonders die in der Enquete vernommenen Juristen Keyssner S. 471, v. Wilmowsky S. 820, Lesse S. 1372, v. Simson S. 1378. Kammergerichtsrat Keyssner sagt z. B.: „Die Unerkennbarkeit der Verhältnisse bringt die Schwankungen und Unsicherheiten in die Rechtsprechung und damit auch Misstrauen gegen die Gerichte.“

²⁾ Siehe z. B. Winterfeldt S. 473.

³⁾ Vgl. Cohnstaedt S. 1792, Weill S. 1950, Heimann S. 477, Samuel S. 478, Hinrichsen S. 672.

wand vorbrachten. Der Ausgang einer Spekulation ist aber für die Entscheidung der Frage, ob Börsenspiel vorliegt oder nicht, zweifellos irrelevant. Trotzdem wird durch den von der Judikatur betretenen Weg den Börsenspielern ein Privileg erteilt, an der Börse zu gewinnen, ohne die Gefahr des Verlustes zu tragen.

3. Was aus den Verhandlungen über das Differenzgeschäft im Kommissionsbericht in erster Linie hervorzuheben — nicht nur vorübergehend zu erwähnen — war, ist, dass auch unsere neuere Judikatur in ihrem Bestreben, das Börsenspiel zu bekämpfen, an der äusseren Gestalt klebte, ohne das Wesen der Sache zu treffen. Daher stand sie auch dem gefährlichen Börsenspiel, das sich mit Hilfe des Kassageschäftes in Façon-schmiedeaktien, in den Aktien der Maschinenfabrik Schwartzkopff, der Patzenhofer-Brauerei, der Alkaliwerke Westeregeln, des Grusonwerkes u. s. w. vollzogen hat, völlig machtlos gegenüber. Das sog. Differenzgeschäft ist also nur eine der Formen, deren sich das Börsenspiel bedient, aber nicht die einzige. Es ist somit auch durch die ungenügenden Resultate, welche die Rechtsprechung über Differenzgeschäfte mit der Bekämpfung des Börsenspieles erzielt hat, wiederum die Aussichtslosigkeit jedes Versuches erwiesen, durch eine Beschneidung der Formen der Kreditspekulation die schädlichen Wirkungen der Kreditspekulation selbst zu beseitigen.

II.

Maklerwesen und Kursfeststellung¹⁾.

I. Maklerwesen.

a) Das bis 1896 geltende Recht.

Das deutsche Handelsgesetzbuch handelt in seinem siebenten Titel von den Handelsmaklern, welche amtlich bestellte Vermittler für Handelsgeschäfte sind und vor Antritt ihres Amtes auf ihren Eid getreue Erfüllung ihrer Pflichten versprechen. Die wesentlichsten derselben sind nach Art. 69: persönliche Ausübung des Maklergewerbes ohne Gehilfen, Verschwiegenheit über empfangene Aufträge; ferner dürfen die vereideten Handelsmakler nicht zu einem Kaufmann im Verhältnis eines Angestellten oder Handlungsbevollmächtigten stehen, sich nicht zu gemeinsamem Betrieb des Maklergeschäftes mit andern Maklern vereinigen, nicht von Abwesenden Aufträge annehmen etc., und endlich — die schwierigsten Anforderungen — sie dürfen weder für eigene Rechnung, noch als Kommissionäre Handelsgeschäfte eingehen, auch sich nicht für die Erfüllung der Geschäfte, welche sie vermitteln, verbindlich machen oder Bürgschaft leisten — dies aber unbeschadet der Gültigkeit

¹⁾ Vgl. hierzu vor allem: Max Weber, „Die Ergebnisse der deutschen Börsenenquete“, Abschnitt II in der Goldschmidtschen „Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht“ 1895 S. 156 ff.; ferner R. Ehrenberg, „Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung“ (Berlin 1883); die Aufsätze von Levy v. Halle über das hanseatische Maklerwesen (Schmollers Jahrb. von 1892); Struck, „Die Effektenbörse“ (Schmollers Forschungen Bd. III Heft 3); Salings Börsenpapiere Bd. I von R. Siegfried; Ring, „Maklergesetzentwurf“ 1886.

solcher Geschäfte; sie müssen ferner ein Handbuch führen und ausserdem ein Tagebuch, in welches alle abgeschlossenen Geschäfte täglich einzutragen sind. Es ist klar, dass der Gesetzgeber mit den meisten dieser Vorschriften das hohe Ziel verfolgte, den Handelsmakler einerseits loszulösen von allen persönlichen Beziehungen zu den Handeltreibenden, ihm jedes eigene Interesse an dem Marktpreis des gehandelten Objektes andererseits zu nehmen und ihn dadurch zum Vermittler zu machen, der unparteiisch über den Interessengegensätzen der Käufer, wie der Verkäufer steht. Die Erweiterung oder Einschränkung der in Art. 69 den Maklern auferlegten Pflichten ist nach Art. 84 der Landesgesetzgebung der deutschen Bundesstaaten überlassen, der es auch anheimgestellt ist, den Maklern das ausschliessliche Recht zur Vermittelung von Handelsgeschäften beizulegen. Von dieser Befugnis hat keine Landesregierung Gebrauch gemacht; die getroffenen Aenderungen sind andrer Art.

In Preussen galten bis 1896 die vom deutschen Handelsgesetzbuch für die vereidigten Makler gegebenen Vorschriften in vollem Umfang¹⁾. Ausserdem sind an den einzelnen Börsenplätzen besondere Maklerordnungen erlassen und die Makler der Disziplinargewalt der Börsenbehörde, bzw. der Handelskammern oder kaufmännischen Korporationen unterstellt worden. Der Berliner Makler untersteht hinsichtlich seiner Amtsführung der Kontrolle des Aeltestenkollegiums, welches Strafen, bestehend in Verweisen, Geldbusse bis zu 300 Mk. und Ausschliessung von der Börse bis zu drei Monaten, über ihn verhängen kann. Verstösse gegen die Vorschriften des Handelsgesetzbuches werden von den ordentlichen Gerichten durch Geldstrafen oder Amtsentsetzung geahndet. Aehnliche Bestimmungen galten für die übrigen preussischen Börsen. Eine Abweichung von dem im heutigen Königreich Preussen geltenden Recht bestand in der ehemaligen freien Reichsstadt Frankfurt a. M. Hier war die Bestimmung des Art. 69, dass Handelsmakler sich für die Erfüllung der von ihnen vermittelten Geschäfte nicht verbindlich machen oder Bürgschaft leisten dürfen, aufgehoben,

¹⁾ Art. 9 des Einführungsgesetzes zum Handelsgesetzbuch.

ebenso das Verbot von Geschäften für eigene Rechnung, wenn solche zur Anlage des Privatvermögens eines Maklers dienen und wenn dieser seinem Auftraggeber mitgeteilt hat, dass er selbst als Gegenkontrahent einzutreten wünsche.

In Bayern ¹⁾ und Sachsen ²⁾ wurde im wesentlichen gleichfalls das Institut der vereidigten Handelsmakler im Sinne des Handelsgesetzbuches eingeführt, ebenso in Württemberg nur mit dem Unterschiede, dass hier die Makler Gehilfen zuziehen und Aufträge von Abwesenden entgegennehmen dürfen; die Anstellung der Makler erfolgt hier durch den Gemeinderat.

An den hanseatischen Börsen ist das Institut der vereidigten Makler abgeschafft: in Bremen seit 1867, in Hamburg durch Gesetz vom 30. Dezember 1871; bestehen blieb hier nur und zwar für alle Vermittler von Geschäften die Haftbarkeit für etwaige Abgaben von gewissen Geschäften und die Courtagetaxe. Sonstige Vorschriften über den Geschäftsbetrieb von Maklern im allgemeinen existieren nicht. Nur für gewisse Verrichtungen, wie die Abhaltung gerichtlich angeordneter Verkäufe, Abgaben von Gutachten, Vornahme von Schätzungen sind in Hamburg „beeidigte Auktionatoren“, die der Disziplinaraufsicht der Deputation für Handel und Schiffahrt unterstehen, in Bremen „beeidigte Börsenmakler“ angestellt. Die Vermittelung von Geschäften dagegen liegt in Händen unvereidigter Makler, auf welche Art. 69 des Handelsgesetzbuches keine Anwendung findet.

¹⁾ Bemerkenswert ist hier das Verfahren bei Anstellung der Makler. Die ansässigen Kaufleute schlagen die ihnen geeignet scheinenden Personen vor, die Handelsgerichte prüfen den Hergang und geben der Kreisregierung ihr Gutachten ab; hierauf erfolgt die Vorlage an das Justizministerium und die endgültige Ernennung durch den König.

²⁾ In Dresden dürfen die Makler nur von Börsenmitgliedern Aufträge entgegennehmen, während die Makler in Leipzig Geschäfte aller Personen und Firmen, welche zur Handelskammer beitragspflichtig sind, vermitteln dürfen.

b) Die thatsächlichen Zustände des Maklerwesens
zur Zeit der Börsenenquete.

1. Die Hansastädte.

Das Maklergeschäft ist hier ein völlig freies Gewerbe, das von so verschiedenartigen Elementen betrieben wird, dass von einem eigentlichen Fondsmaklerstand keine Rede mehr sein kann. An der Hamburger Börse finden wir „Makler“, welche nur ihrer Funktion nach als Makler gelten können, thatsächlich aber zugleich kapitalkräftige Eigenhändler sind, ihre Geschäfte stets auf den eigenen Namen abschliessen und das Kommissionsgeschäft in grossem Umfange betreiben; neben diesen finden sich im Maklergewerbe Tagesspekulanten, welche in den kleinen Kursdifferenzen eines Tages ihren Gewinn suchen, eine wirtschaftliche Funktion für die Gesamtheit jedoch überhaupt nicht erfüllen; endlich finden wir Leute, welche die aufgegebenen Geschäfte zu einem bestimmten Kurs sofort ausführen, sich selbst — formell — in den Schlussnoten als Gegenkontrahenten bezeichnen, thatsächlich aber das Risiko der Engagements sofort wieder auf die — später zu handelnden — Maklerbanken abwälzen. Unter diesen gewiss heterogenen Elementen des Maklerstandes sind die kleinen Tagesspekulanten allein „die Schmarotzerpflanzen, die den achtunggebietenden Bau der Hamburger Börse verunstalten, nach allgemeinem Urteil das einzige wirklich unsaubere Element, welches dort zu finden ist“ ¹⁾).

Die hanseatischen Kommissionsmitglieder und Sachverständigen haben sich durchaus günstig über die dortige Lage des Maklergewerbes ausgesprochen, sie erblicken vor allem in der Zugehörigkeit ihrer Vermittler zur Maklerbank für den Geschäftsverkehr eine grosse Sicherheit ²⁾, sie heben ferner hervor, dass ihre Makler, wenn sie irgend können, thatsächlich nur als Vermittler fungieren und für die für eigene Rechnung eingegangenen Geschäfte sofort Deckung zu suchen bemüht sind. Ein Bedürfnis nach vereidigten Handelsmaklern, wie sie

¹⁾ Max Weber l. c. S. 173.

²⁾ So Schinckel S. 1250: „In den meisten Fällen erhält man diese Aufgabe (Maklerbank) und geht insofern also durchaus sicher.“

das deutsche Handelsgesetzbuch vorschrieb, hat sich nach den Ergebnissen der Börsenenquete in Hamburg und Bremen nicht geltend gemacht.

Was die Mitwirkung von Maklern bei der Feststellung der amtlichen Notiz betrifft, so bestimmt die Sachverständigenkommission der Hamburger Fondsbörse aus der grossen Anzahl frei fungierender Vermittler alljährlich 14 Makler, für jede der sieben Effektengruppen, zwei und einen Ersatzmann. Dabei wird darauf Rücksicht genommen, dass mit diesem Amt diejenigen Leute betraut werden, welche am meisten in den betreffenden Papieren handeln und nach Ansicht der Sachverständigenkommission am zuverlässigsten sind. Missstände sollen sich hieraus nicht ergeben haben, da seitens der Bankiers eine Kontrolle über die Makler geübt werde¹⁾ und das — später zu besprechende — Verfahren bei der Kursfeststellung derartig sei, dass etwaige unrichtige Angaben leicht festgestellt werden könnten. Die einzige Beschränkung, welche diesen Maklern auferlegt ist, besteht in dem Verbot, für auswärtige Auftraggeber Geschäfte abzuschliessen. Zuwiderhandlungen werden durch Ausschliessung des betreffenden Maklers von der Kursfeststellung geahndet. Da diese ein Ehrenamt ist, würde nach Ansicht des Sachverständigen Schinckel ein Makler von dieser Strafe schwer getroffen²⁾.

Die Lübecker Effektenbörse ist so unbedeutend, dass kein Sachverständiger über die dortigen Verhältnisse vernommen wurde. Gesetzliche Bestimmungen über die Börsen- und Handelsmakler bestehen nicht. Die Vermittlerthätigkeit ist völlig frei und kann es hier sein, da die Kursnotierungen nicht durch Makler, sondern durch eine Bank und einen Bankier besorgt werden und rein private Veröffentlichungen sind.

2. Die übrigen deutschen Börsen.

In Berlin gab es zur Zeit der Börsenenquete etwa 80 beidigte Makler, die sich zunächst in die drei grossen Gruppen der Wechsel-, Fonds- und Geldmakler schieden. Bei ihrer

¹⁾ Hinrichsen S. 689.

²⁾ Stenogr. Ber. S. 1252.

Anstellung behielt sich das Aeltestenkollegium das Recht vor, denjenigen Zweig des Wechsel-, Fonds- und Geldgeschäftes zu bestimmen, in welchem der Makler sein Amt auszuüben hat. Jeweils 2—4 Maklern wurde eine bestimmte Anzahl der an der Fondsbörse gehandelten Objekte zugewiesen; es bestanden einige 30 solcher Gruppen. Jedes neu zum Handel zugelassene Effekt wird alsbald einer Gruppe überwiesen. Diese Einteilung ist deshalb nötig geworden, weil es bei der grossen Anzahl der gehandelten Papiere unmöglich wäre, den Gang der Geschäfte in jedem einzelnen zu kontrollieren und in kurzer Zeit den richtigen Börsenpreis für dasselbe festzustellen, wenn der Handel in einem Effekt sich auf alle 80 Makler zersplittern würde. Die Gruppeneinteilung wurde zeitweise revidiert und eine entsprechende Neueinteilung vorgenommen, wenn sich herausstellte, dass sich ein Makler für die Handelsvermittlung für ein bestimmtes Papier nicht eignet, oder dass er bei der bestehenden Gruppeneinteilung ein ungenügendes Einkommen bezieht. Ausser den vereidigten Maklern gab es noch sog. *P f u s c h m a k l e r*, die in betreff ihrer Thätigkeit nur den allgemeinen gesetzlichen Bestimmungen unterlagen und für eigene, wie für fremde Rechnung Geschäfte in sehr bedeutendem Umfang abschlossen. Die ersteren nennt Weber „*Propremakler*“, die letzteren „*Aufgabemakler*“. Aeusserlich tritt der Unterschied zwischen beiden dadurch in die Erscheinung, dass erstere stets selbst als alleinige Kontrahenten auftreten, während letztere ihre Schlussnoten zunächst „an Aufgabe“ stellen und nachträglich erst einen Gegenkontrahenten benennen. Unter „*Francomaklern*“ versteht man Leute, welche auf dem Kassamarkt zu niedrigerem Courtagesatze als die vereideten Makler oder gar *franco Courtage* Geschäfte zu festen Kursen oder zu dem von den vereideten Maklern erst festzustellenden Kurs vermitteln. Alle nicht vereideten Makler wurden schlechthin „*Pfuschmakler*“ genannt. Diese *Pfuschmakler*, sowie die direkt — d. h. ohne Vermittelung der vereidigten Makler — unter sich kontrahierenden Börsenbesucher bildeten den sog. „*freien Markt*“, auf den bei der Kursfeststellung näher einzugehen ist. Die Zahl der vereidigten Fondsmakler in Berlin ist vom Jahre 1873—1893 von 110 auf 74 stetig gefallen, und

zwar betrug sie 1875: 105, 1880: 88, 1885: 84, 1890: 81. In welchem Verhältnis die Zahl der nicht vereidigten Makler in demselben Zeitraum zugenommen hat, ist aus den Veröffentlichungen der Enquetekommission leider nicht ersichtlich¹⁾. Ebenso hat es die Kommission unterlassen, in eine genauere Erforschung der Verhältnisse der unvereidigten Makler einzudringen. Die unvereidigten Makler bilden nicht — wie die Kommission anzunehmen schien — eine auch nur annähernd einheitliche Kategorie, sondern enthalten in ihren Reihen die verschiedenartigsten Elemente, deren Unterscheidungsmerkmale Weber treffend kennzeichnet, so dass es genügt, auf seine Ausführungen hier zu verweisen²⁾.

Für die an der Börse abgeschlossenen Geschäfte machte der vereidete, wie der nicht vereidete Makler — soweit letzterer nicht als Selbstkontrahent auftritt — im Laufe des Nachmittags des Börsentages seinen Auftraggebern „Aufgabe“, d. h. er bezeichnet jedem seiner Mandanten einen Gegenkontrahenten für das zum Abschluss gebrachte Geschäft. Wird die Aufgabe angenommen, so ist der Makler entlastet und hat sich um das Weitere, Erfüllung des Vertrages und Folgen der Nichterfüllung, nicht zu kümmern. Wird aber die Aufgabe — was bei Kassageschäften sehr selten ist, im Termingeschäft aber öfter vorkommt — vom Auftraggeber aus irgend einem Grunde zurückgewiesen, so hat der Makler eine neue Aufgabe zu machen und wenn es ihm bis zum nächsten Tag vormittags 11 Uhr nicht gelingt, durch Aufgabe eines konvenierenden Gegenkontrahenten seinen Auftraggeber zufriedenzustellen, so steht diesem gegen den — vereideten, wie unvereideten — Makler das Recht der Zwangsregulierung zu³⁾. Unterbleibt diese, so galt dies als Verzicht auf die Aufgabe, der Makler haftet dann ohne Weiteres selbst als Kontrahent. Hierdurch war dem vereideten Makler also im Widerspruch mit dem Handelsgesetzbuch die Pflicht auferlegt, selbst zu erfüllen⁴⁾.

¹⁾ Statist. Anlagen S. 396.

²⁾ Vgl. Weber l. c. S. 198 ff.

³⁾ Vgl. R. Siegfried, „Salings Börsenpapiere“ Bd. I (Berlin 1892) S. 442, § 10 der Bedingungen für die Geschäfte an der Berliner Fondsbörse.

⁴⁾ Näheres hierüber siehe bei Weber l. c. S. 183 ff.

In Frankfurt a. M. gab es, ebenso wie in Berlin, etwa 80 vereidete Makler. Infolge des grösseren Spielraums, welchen hier die gesetzlichen Bestimmungen der Thätigkeit des Maklers lassen, weist auch die thatsächliche Lage des Maklergewerbes im Vergleich zu den Berliner Verhältnissen wesentliche Verschiedenheiten auf.

Zunächst hat die freiere rechtliche Stellung den vereideten Makler konkurrenzfähiger gemacht gegenüber allen andern Vermittlern. Die nichtvereideten Makler spielen hier eine bei weitem unbedeutendere Rolle als in Berlin, grossenteils sind sie Aspiranten auf frei werdende Maklerstellen; das sog. Stroh-männerwesen und Maklerbanken existieren hier nicht. Die wichtigste Folge der grösseren Bewegungsfreiheit der Frankfurter Makler ist, dass sie dadurch fast durchweg kapitalkräftigere Leute geworden sind, die bedeutenden Kredit geniessen und deshalb wiederum von ihrer Freiheit, formell zwischen die Kontrahenten zu treten, auch Gebrauch machen können. Thatsächlich sucht sich der Makler auch hier stets einen Gegenkontrahenten; beabsichtigt er dies nicht zu thun, so muss er nach der Maklerordnung diese Absicht dem andern Kontrahenten vor dem Geschäftsabschlusse bekannt geben. Zuwiderhandlungen werden disziplinarisch geahndet.

Auch hier hat sich, jedoch ohne Zuthun der Börsenbehörde, eine Teilung der Makler in Gruppen für die einzelnen Effekten herausgebildet. Da jedoch die Verteilung des Einkommens aus Courtage auf die einzelnen Makler sehr ungleich ausfiel, wandte sich die Handelskammer und das Wechselmaklersyndikat durch Rundschreiben an die ansässigen Bankfirmen mit dem Ersuchen, in der Folge die „Scontri“ neu einzuführender Wertpapiere nicht zu vergeben, bevor das Wechselmaklersyndikat in jedem einzelnen Falle seine diesbezüglichen Vorschläge gemacht habe¹⁾. Diese Scheidung in Gruppen wird jedoch nicht, wie in Berlin, streng festgehalten, sondern es kann jeder Makler in jedem zugelassenen Papier handeln.

Was die Provinzialbörsen betrifft, so fehlen in den Erhebungen der Enquetekommission fast jegliche Angaben be-

¹⁾ Puls, „Frankfurter Börsenhandbuch“ I (1892) S. 54.

züglich des Inhalts der hier etwa bestehenden Maklerordnungen, der Zahl der hier thätigen Makler und der Lage des Maklergewerbes überhaupt. Wir erfahren nur aus den Sachverständigenvernehmungen, dass an den kleineren Börsen wie München ¹⁾, Königsberg ²⁾, Stettin ³⁾ die handelsgesetzlichen Vorschriften über die Handelsmakler zu Schwierigkeiten nicht geführt haben, dass es in Dresden ⁴⁾ von 1876—1889 überhaupt keine vereidigten Makler gab, ohne dass hieraus für die beteiligten Kreise im Vergleich zum heutigen Zustand irgend welche Nachteile erwachsen seien. Bezüglich der etwas grösseren Leipziger Börse ⁵⁾ erfahren wir dagegen schon, dass auch hier die gleichen in folgendem zu behandelnden Missstände zu Tage getreten sind, wie an der Berliner Börse. Diese Missstände beruhen auf dem Kontrast zwischen dem thatsächlichen Geschäftsgebaren des heutigen Fondsmaklers und den Bestimmungen, welche das Gesetz dem beeidigten Makler vorschreibt.

Ein ausschliessliches Recht zur Vermittelung von Börsengeschäften im Effektenverkehr ist den vereideten Maklern nirgends in Deutschland eingeräumt; vielmehr werden Geschäfte in grossem Umfange teils durch unvereidigte Makler, teils durch direkten Verkehr der Börsenbesucher untereinander abgeschlossen. Unter diesen Verhältnissen hat sich das Institut der vereidigten Makler nirgends in seiner ursprünglichen Reinheit erhalten, vor allem nicht an den grossen Börsen. Diese Thatsache wurde fast von keinem Sachverständigen der Effektenbörse bestritten; besonders die wichtigste Pflicht, welche der Gesetzgeber dem vereidigten Makler auferlegt hat, wird vielfach umgangen: die vereidigten Makler schliessen mit Hilfe von ihnen nahestehenden Bankiers, sog. Strohmännern, täglich eine grosse Anzahl von Geschäften für eigene Rechnung ab. Von vielen ähnlich lautenden Aussagen mag hier die Erklärung des Sachverständigen Winterfeldt ⁶⁾ Platz finden: „Es ist ein offenes Geheimnis, dass trotz

¹⁾ Finck S. 1253.

²⁾ Schröter S. 1256.

³⁾ Abel S. 203.

⁴⁾ Arnhold S. 206.

⁵⁾ Favreu S. 688.

⁶⁾ Stenogr. Ber. S. 525.

des Eides, welchen die vereideten Makler leisten müssen, sie doch durch die Verhältnisse gezwungen sind, Engagements für eigene Rechnung einzugehen, und deshalb ist der Zustand des vereidigten Maklers in der That ein unerträglicher.“

Es unterliegt keinem Zweifel, dass der Gedanke an sich gut ist, den Vermittler zwischen zwei Parteien zu verhindern, selbst Partei zu werden. Dennoch haben die hanseatischen Börsen den Handelsmakler im Sinne des Handelsgesetzbuches ganz beseitigt, dennoch hat die Frankfurter Börse den Handelsmaklern das Recht zur Bürgschaftsleistung und zum Selbsteintritt verliehen, dennoch sind die vereidigten Makler der grösseren Börsen durch die Verhältnisse gezwungen worden, ihre beschworenen Pflichten zu verletzen. Welcher Art sind nun diese „Verhältnisse“, welche eine an sich gute, auf sittlicher Grundlage beruhende Einrichtung als unbrauchbar erscheinen lassen?

Zur Beantwortung dieser Frage enthalten die Aussagen der Sachverständigen eine Fülle von Material. Zunächst weisen die vernommenen Makler, wie auch andre erfahrene Börsenleute die Anschauung zurück, die vereidigten Makler schlössen etwa Geschäfte für eigene Rechnung ab, um selbst zu spekulieren¹⁾. „Es ist doch gar nicht anzunehmen,“ sagt der Sachverständige Kaempff, „dass der vereidigte Makler gerade darauf lossteuert, für eigene Rechnung Geschäfte zu machen und grosse Obligos zu übernehmen. Im Gegenteil, jeder einzelne hat ein Interesse daran, möglichst glatt von der Börse wegzugehen und seine Courtage in Sicherheit zu bringen. Ist der Makler in der That ein unsinniger Spekulant, dann hat er seinen Beruf verfehlt und wird über kurz oder lang aus den Listen gestrichen werden.“ Ebenso sagt der Sachverständige Russell²⁾: „Ich glaube, ein solcher Makler würde schwerlich das Vertrauen des Publikums haben; dem würde man seine Aufträge nicht überschreiben.“

2. Es können Fälle vorkommen, wo der Makler als Käufer und gleichzeitig als Verkäufer zwischen seine Auftraggeber

¹⁾ Russell S. 533, Lehmann S. 1677, Kaempff S. 874.

²⁾ Stenogr. Ber. S. 533.

treten oder einen „Strohmann“ zwischen sie treten lassen muss, um einen Auftrag überhaupt ausführen zu können, manchmal auch nur, um den Wünschen eines oder des andern Auftraggebers gerecht zu werden. Am besten geben hierüber die Ausführungen des vereidigten Berliner Maklers Benary ¹⁾ Aufschluss. Er sagt: „Ich finde auch meine Anlehnung an einen sog. Strohmann; einzelne dieser Beziehungen, die gewählt sind, um die gesetzliche Form zu wahren, bestehen mit Wissen aller Behörden lange Jahre, ohne dass daran Anstoss genommen ist ²⁾. Die Firma, mit der ich derartige Beziehungen habe — ich spreche ganz offen — besteht über 50 Jahre.“ Der Zweck dieser Strohleute ist, „die Bequemlichkeit zu leisten, die der Makler nach dem Wortlaut des Handelsgesetzbuches zu leisten behindert ist.“ Für diese Behauptung werden folgende Beispiele angeführt:

Ein Makler hat Mk. 15 000 Pfandbriefe zu verkaufen von folgender Stückertheilung: ein Stück à Mk. 3000, fünf Stücke à Mk. 2400; es finde sich nun ein Käufer für Mk. 6000 und ein anderer für Mk. 9000. Bei dieser Stückertheilung kann der Makler das Geschäft nicht machen. Das zwingt ihn, einen Vorrat von kleinen Stücken zu halten, um sie zu tauschen, damit dann sowohl der Verkäufer, wie der Käufer zu ihrem Rechte kommen. In noch höherem Grade als im Effektenhandel ist ein derartiges Dazwischentreten des Maklers im Wechselhandel nötig. „Wenn ich,“ sagt Benary, „heute eine grosse Summe von Wechseln, wie sie in solider Anlage gebraucht werden, wie sie die Reichsbank und andre Behörden brauchen, Wechsel von 60, 80, 100 verschiedenen Firmen liefern würde, so hätte z. B. die Reichsbank grössere Mühe mit der Zensur, sie müsste jeden einzelnen Wechsel genauer ansehen, sie hätte ausserdem mehr Mühe mit der formellen Prüfung. Da wird nun ein Sicherheitsventil geschaffen und Garantie gegeben dadurch, dass

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 200.

²⁾ So erzählt der Sachv. Alexander (S. 541): „Schon als der vereidigte Wechselmakler Volkmar existierte, dessen Geschäft sich jetzt in dritter Generation befindet, existierte die Firma B. Goldschmidt, die ihm diese Ausgleichung bewirkte.“

ihr diese Wechsel von einer ganz solventen Firma geliefert werden.“

Ferner: Ein Bankier erteilt dem Makler den Auftrag, 100 000 Rubel russische Noten zu verkaufen; der Makler finde etwa 200 Käufer kleinerer Beträge in der Gesamthöhe von 100 000 Rubel. Dem Bankier wäre es nun sehr unbequem, seine 100 000 Rubel an 200 verschiedene Firmen zu liefern und das Geld hierfür einzukassieren. Da erklärt sich der Makler für die Courtage bereit, einen Strohmann zu beschaffen, der die Lieferung zu einem grossen Teile übernimmt und dem Bankier dafür eine grössere Aufgabe macht.

Am meisten tritt die Notwendigkeit eines derartigen Verfahrens auf dem Fondsmarkt im Ultimogeschäft an den vereidigten Makler heran. Es kommt hier nicht selten vor, dass der Makler seinem Auftraggeber einen Gegenkontrahenten gegenüberstellen müsste, der diesem aus irgend welchem Grunde nicht konveniert. „Die Aufgabe mancher kleineren, aber doch guten Firma würde der Bankier, weil er sie nicht genügend kennt oder sich nicht erst der Mühe der Erkundigung unterziehen will, oft nicht annehmen. Der Makler dagegen kennt oft seinen kleineren Kunden als gut, macht deshalb in Ruhe das Geschäft mit ihm, indem er dem Bankier in angegebener Weise eine von diesem als unbedingt sicher anerkannte Aufgabe macht. Hier liegt also das Nützliche für das grössere wie für das kleinere Haus auf der Hand.“

3. Die Hauptursachen, welche zu dem heutigen Zustande geführt haben, sind die Schnelligkeit, womit sich der moderne Börsenverkehr vollzieht, und die Konkurrenz der unvereidigten Makler, der Kommissionäre, Agenten etc., unter welcher der vereidigte Makler leidet. „Früher,“ sagt der Sachverständige Kaempff¹⁾, „als das Geschäft noch Kleinkram war, kam der Verkäufer zum Makler und sagte, verkaufe Mk. 30 000 Diskonto-Commandit; dann wartete der Makler ab, bis ein geeigneter Käufer mit dem entgegengesetzten Auftrag kam, und führte Verkäufer und Käufer zusammen. Jetzt wickeln sich die Sachen anders ab.“ Der heutige Börsenverkehr zwischen einem Börsen-

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 872.

platz und den ausserhalb desselben wohnenden Kommittenten vollzieht sich fast nur durch den Telegraphen. Der Bankier gibt nicht mehr dem Makler einen einzelnen ihm zugegangenen Auftrag, sondern das Gesamtergebnis der ihm zugegangenen Kaufs- und Verkaufsaufträge für ein bestimmtes Papier. „Es wird nicht mehr¹⁾, wie in früheren Zeiten, jedes einzelne Geschäft selbständig vermittelt, mit Ruhe und Behaglichkeit überlegt, sondern dem Makler wird gesagt, ich habe die und die Summe zu kaufen. Nun will der Kommittent noch in der ersten halben Stunde von der Börse die Antwort haben. Bei der Schnelligkeit des Verkehrs ist es in dieser halben Stunde sehr häufig beim besten Willen nicht möglich, die gesamte Summe der Gegenkontrahenten nunmehr schon zu finden, die zur Erledigung dieses Auftrages nötig ist. Er will aber das Geschäft noch zum Abschluss bringen, der andre drängt ihn auch darauf und er sagt: gut, das Geschäft ist abgemacht, ich werde dir die Kontrahenten noch angeben. Das sind anfänglich bloss die letzten 5000 oder 10 000 Thlr., für welche er sich die Aufgabe noch vorbehalten hat, weil er für diese noch die entsprechenden Gegenkontrahenten an der Börse suchte.“ In noch höherem Grade ist der Makler gezwungen, so zu verfahren bei den im Terminhandel nicht selten vorkommenden, „in der Zeit limitierten Börsenordres“. Ein solcher Auftrag ist nur bis zu einem bestimmten Zeitpunkt der Börsenzeit gültig und erlischt, wenn er bis dahin nicht ausgeführt ist. Der Makler ist meist seiner Sache sicher, einen Gegenkontrahenten nachträglich zu finden, und schliesst vorerst das Geschäft „an oder per Aufgabe“ ab, d. h. er behält sich vor, einen Gegenkontrahenten zu nennen und will seinem Auftraggeber nur die Möglichkeit gewähren, seinem Kommittenten die Ausführung der Ordre anzugeben. Der Makler glaubt, in dieser Weise um so unbedenklicher verfahren zu dürfen, weil er die Marktverhältnisse des gehandelten Papiere und die Personen genau kennt, welche sich für dieses bestimmte Wertpapier interessieren²⁾. Im Kassamarkt besteht bei der in Berlin üblichen

¹⁾ Russell S. 533.

²⁾ Kopetzky S. 197.

Kursfeststellungsmethode (Einheitskurs) für den Makler weniger Veranlassung zum Selbsteintritt als im Terminmarkt¹⁾. Und doch ist auch hier der vereidigte Makler nicht selten genötigt, Beträge selbst zu übernehmen bzw. durch seinen Strohmann übernehmen zu lassen. „Beim Kassageschäft ist,“ sagt der Sachverständige Alexander²⁾, „die Thätigkeit der Makler mehr eine abwägende, totalisierende als eigentlich vermittelnde; sie rechnen die Ordres gegeneinander ab. Es kommt aber der Fall vor, dass eine absolute Ausgleichung nicht zu finden ist: bei 84 sind noch Mk. 1200 eines Papiere gesucht, bei 84,10 sind noch Mk. 1800 vorhanden. Damit es nun schneller geht, gibt der eine Makler dem Kommittenten die 1200, oder der andre übernimmt sie von dem Kommittenten. Dazu gibt es eine ganze Reihe von Geschäften, bei denen der Makler nichts andres thun kann, wie als Selbstkontrahent eintreten: das sind die Tauschgeschäfte. Dem Makler liegen, und zwar in demselben Rayon, immer Tauschlimiten vor. Der eine will kleine gegen grosse Stücke tauschen; der Makler muss zuerst den Kurs der grossen, dann den Kurs der kleinen machen und dann, wenn der Kurs stabil ist, die grossen Stücke übernehmen in der Erwartung, dagegen kleine wieder geben zu können. Auch da ist das Recht, als Selbstkontrahent einzutreten, in sehr hohem Masse Notwendigkeit.“

Man könnte nun allen diesen Sachverständigenaussagen gegenüberhalten, der vereidigte Makler hätte sich Anforderungen des Verkehrs, welche ihn mit seinem Eide in Konflikt brachten, widersetzen müssen. Aber das wäre für ihn gleichbedeutend gewesen mit der Aufgabe seines Berufes. Angenommen, ein Makler habe Mk. 100 000 eines Papiere zu verkaufen, er finde aber nur für Mk. 95 000 Käufer, wolle selbst die restlichen Mk. 5000, die sog. „Spitze“ nicht, wie er es heute thut³⁾, übernehmen und würde seinem Auftraggeber, einem Bankier, dies mitteilen. Der Bankier übernimmt die restlichen Mk. 5000 auch

¹⁾ Winterfeldt S. 534.

²⁾ Stenogr. Ber. S. 541.

³⁾ Benary S. 200, Kopetzky S. 127, Russell S. 533, Kaempff S. 873, Alexander S. 541 und viele andere über die Uebernahme der sog. „Spitze“.

nicht; er leidet aber zu sehr unter dem Druck der Konkurrenz, als dass er seinem Kommittenten sagen könnte, die ihm übertragene Ordre habe bis auf einen kleinen Bruchteil ihre Erledigung gefunden. Der Bankier, der seinem Kunden öfter solche Mitteilungen machen wollte, würde sich den Vorwurf der Unfähigkeit zuziehen und glaubt ihn deshalb auch gegen den Makler erheben zu dürfen, der mehrmals Aufträge, die nach dem Kursstand als ausführbar erschienen, nur teilweise zur Ausführung gebracht hat. Der Bankier wird sich eines solchen Maklers nicht ferner bedienen und zu den unvereidigten Maklern, Agenten, Kommissionären etc., welche auch Börsengeschäfte vermitteln, ohne durch solche Schranken eingeengt zu sein, seine Zuflucht nehmen ¹⁾. „Die Konkurrenzverhältnisse der Börse,“ sagt der vereidigte Makler Lehmann ²⁾, „wirken darauf hin, dass jeder möglichst bestrebt ist, sich seine Kundschaft zu erhalten, und der eine nie weiss, was der andre thut. In dem Moment, in dem der eine Makler ablehnt, einen solchen Restbetrag zu behalten, tritt sofort der Konkurrent in die Schranken und sagt: ich werde das doch nehmen, teils weil er die Ordre so hat, dass er es noch verwenden kann, teils, um auf diesem Wege Konkurrenz zu machen, so dass immerhin eine gewisse Zwangslage für jeden Makler geschaffen ist, in einem solchen Fall einzutreten.“

Die hauptsächlich auf der Vervollkommnung des Nachrichtenwesens beruhende Entwicklung des modernen Börsenverkehrs und die Konkurrenz der nicht vereideten Makler, sowie der Bankiers in der Vermittelung von Börsengeschäften waren also die Hauptursachen, welche den Börsenmakler mehr und mehr von der ihm im Handelsgesetzbuch vorgeschriebenen Bahn ab-, in die Stellung des Kommissionärs hineingedrängt haben. Diese Entwicklung ist so weit gediehen, dass ein Sachverständiger mit Recht sagen konnte, der vereidigte Makler müsse im Laufe der Zeit verhungern oder Kommissionär werden ³⁾.

¹⁾ Winterfeldt S. 534.

²⁾ Stenogr. Ber. S. 1674.

³⁾ Dr. Siemens S. 1990. Ebenso sagt Weber l. c. S. 201: „Ein Makler, der einen Auftrag, als zu dem bezeichneten Kurse nicht realisier-

Für die blosse Vermittelung von Geschäften hat sich aus diesem freien Wettbewerb, soweit aus den Sachverständigenvernehmungen ersichtlich, kein erheblicher Missstand ergeben; der bestehende Zustand hat im Gegenteil „alle Vermittelsätze auf diesem Gebiete auf ein Minimum herabgesetzt“ ¹⁾ und für die prompte Erledigung nur fördernd gewirkt.

Dagegen liegt den vereidigten Maklern an fast sämtlichen Börsen teils gesetzmässig, teils thatsächlich eine Funktion von allergrösster Wichtigkeit ob, die der amtlichen Kursfeststellung. Man hat sie wegen ihrer Kenntnis des Marktes und wegen der Garantien, welche die Bestimmungen des Handelsgesetzbuches für ihre Unparteilichkeit und Zuverlässigkeit bieten, allenthalben als die geeignetsten Organe befunden, inmitten der Interessengegensätze des Marktes unbeirrt von den hier herrschenden Strömungen täglich für die gehandelten Objekte den Preis festzustellen, welcher den gemeinen Wert derselben darstellen soll. „Wenn die Einrichtung von vereideten Maklern,“ sagt C o h n ²⁾, „von Männern, die in öffentliche Pflicht genommen sind, behufs Vermittelung und Bezeugung der Geschäftsabschlüsse, nicht längst vorhanden gewesen wäre, so müsste sie in jenem Zusammenhang (zum Zweck der amtlichen Kursfestsetzung) immer wieder neu erfunden werden.“

Einerseits daraus, dass die vereidigten Makler mit dieser wichtigen Funktion betraut sind und anderseits daraus, dass sie des Charakters, den ihnen das deutsche Handelsgesetzbuch aufgeprägt hat, unter den bestehenden Verhältnissen mehr und mehr entkleidet werden, entstehen die Hauptschwierigkeiten für die später zu behandelnde Reformfrage des Maklerwesens.

c) Maklerbanken.

Maklerbanken bestanden zur Zeit der Börsenenquete in Berlin und Hamburg, und zwar in Berlin der Berliner Makler-

bar, ablehnte, würde, wenn der betreffende Kurs nachher dennoch als gehandelt im Kursblatt erscheint, niemals wieder mit Aufträgen bedacht werden.“

¹⁾ Russell S. 533.

²⁾ Cohn, „Beiträge zur deutschen Börsenreform“ S. 93.

verein, der Börsenhandelsverein und die Maklerbank, und in Hamburg die Hamburger Maklerbank¹⁾. Es sind sämtlich Aktiengesellschaften mit je 3 Millionen Grundkapital, die sich damit befassen, für die von ihren Agenten — unbeeidigten Maklern — abgeschlossenen Geschäfte das Delcredere zu übernehmen, bzw. dritten gegenüber als Selbstkontrahenten einzutreten. Ausserdem gibt es noch eine Reihe von Maklerfirmen, die — ohne Aktiengesellschaften zu sein — das Geschäft in ganz gleicher Weise betreiben, wie Maklerbanken²⁾. Der Geschäftsgewinn der Maklerbanken, der im Verhältnis zu dem kleinen Grundkapital seit ihrem Bestehen recht beträchtlich ist³⁾, besteht aus den Zinsen des Grundkapitals und einem Anteil an der Courtage, welche die Makler bzw. Agenten für den Abschluss der Geschäfte zu beanspruchen haben⁴⁾. Das Risiko der eingegangenen Geschäfte trägt nur der Agent, nicht die Maklerbank, welche sich jenem gegenüber auf dem Wege besonderer Vereinbarung deckt. Auch die Agenten der Maklerbanken trachten danach, das Risiko eines von ihnen abgeschlossenen Spekulationsgeschäftes möglichst bald wieder von sich abzuwälzen. Erhält der Agent bzw. unvereidete Makler einen Kaufauftrag, so schliesst er dieses Geschäft sofort ab, indem er als Verkäufer die Maklerbank aufgibt; dann erst bemüht er sich, einen Verkäufer zu finden, dem gegenüber er als Käufer wiederum die Maklerbank bezeichnet. Auf diese Weise sucht er stets einen Ausgleich der ihm erteilten Kauf- und Verkaufsordres herbeizuführen. Er ist also nicht selbst Effektenhändler, obwohl er in jedem einzelnen Geschäft als solcher formell erscheint. Es lässt sich allerdings darüber streiten, ob die Agenten juristisch noch als Makler oder als Händler anzusehen sind. Die letztere Ansicht⁵⁾ würde zu der Konsequenz führen, dass man diesen Agenten das Recht auf

¹⁾ Siehe „Salings Börsenpapiere“ 1892/93 Bd. II S. 298 ff.

²⁾ Kopetzky S. 218.

³⁾ Siehe „Salings Börsenpapiere“ 1892/93 Bd. II S. 298 ff.

⁴⁾ Ueber die Einrichtungen der Maklerbanken vgl. bes. Kopetzky S. 216 ff., Benary S. 219 ff. und Gwinner S. 2000 ff.

⁵⁾ Gwinner S. 2000 und 2004.

Courtage versagen müsste, auf welcher — wie oben gesagt — gerade der Gewinn der Maklerbanken beruht.

Die Agenten beschränken ihre Thätigkeit ausschliesslich auf Geschäfte mit den Börsenbesuchern, also berufsmässigen Börsenhändlern und Spekulanten ¹⁾. Die Personen oder Handelsfirmen, mit welchen die Agenten Börsengeschäfte abschliessen, sind nach ihrer Kreditwürdigkeit in verschiedene Kategorien geteilt; die Grenze, bis zu welcher die Maklerbank Börsengagements mit ihnen eingeht, ist vom Aufsichtsrat der Gesellschaft gezogen und muss vom Vorstand derselben eingehalten werden ²⁾. Es ist klar, dass die Aufsichtsräte der Maklerbanken, um ihrer Aufgabe gewachsen zu sein, stets über die Vermögens- und Kreditverhältnisse der Börsenbesucher unterrichtet sein und daher mitten im Geschäftsleben stehen müssen. Man hat deshalb mit dieser Aufgabe vielfach Bankiers oder Direktoren andrer Banken betraut. Die Aufsichtsräte haben nicht nur das Recht, sondern sogar die Pflicht, die über die Börsengagements geführten Bücher einzusehen. Die Befürchtung liegt nahe, es möchten diese Organe aus der Menge von Spekulationsgeschäften, welche sich in der Maklerbank konzentrieren, eine Uebersicht über die Lage des Marktes eines Effektes und über die Richtung der Spekulation gewinnen und diese Kenntnis zu Spekulationsgeschäften ausbeuten, die sie entweder für eigene Rechnung oder für die von ihnen geleiteten Banken eingehen.

Von einer Seite wurde diese Befürchtung in vollem Umfang geteilt ³⁾. „Wenn sich ein starkes Decouvert in schwachen Händen gebildet hat, so jagt er (der Leiter oder Aufsichtsrat einer Maklerbank) durch ostentative Käufe dem kleinen Spekulanten einen Schrecken ein, und er hat einen sicheren Gewinn in der Hand. Umgekehrt, wenn die Haussespekulation sich in schwachen Händen befindet, so geht er mit Blankoverkäufen vor.“

Gegen diese Ansicht wurden von andern Sachverständigen,

¹⁾ Benary S. 219.

²⁾ Benary S. 222—224, Kopetzky S. 216 ff.

³⁾ Dr. Müller S. 1813, Basch S. 1002.

besonders solchen, welche selbst Aufsichtsräte von Maklerbanken sind, folgende Argumente angeführt ¹⁾:

1. Selbst wenn jemand Einblick in die Bücher einer Maklerbank hat, wird er sich aus den Börsengeschäften, welche sich hier ansammeln, nur ein falsches Bild von der Lage des Marktes machen können, weil er die „Positionen“ der andern Maklerbanken nicht kennt. Wer in einem Effekt bei einem Institut als Käufer auftritt, kann bei einem andern Verkäufer sein ²⁾.

2. Die Direktoren andrer Banken können die aus den Büchern gewonnene Kenntniss der Richtung der Spekulation gar nicht zu Spekulationsgeschäften verwerten, weil ihnen selbst solche verboten sind ³⁾.

3. Wenn sich überhaupt aus den Aufzeichnungen der Maklerbanken eine Uebersicht über den Gesamtmarkt eines Papiers gewinnen lässt, so kann es von grossem Vorteil sein, dass die Spekulation noch rechtzeitig eingreift, um die in einem Wertpapier nach irgend einer Richtung zu stark engagierte Börse zu entlasten ⁴⁾.

4. Würde man die Maklerbanken beseitigen, so würde dieselbe Wirksamkeit von privaten grossen Maklerfirmen entfaltet, von denen bereits heute eine ganze Reihe besteht ⁵⁾. Die Leiter dieser Geschäfte vermöchten dann ebenso wie heute die Leiter grosser Banken aus der Masse der Börsenengagements Schlüsse auf die Richtung der Spekulation zu ziehen und darauf ihre eigenen Spekulationsgeschäfte zu gründen. Auch Lexis ⁶⁾ sprach sich dahin aus, es mache keinen Unterschied, ob Maklerbanken oder Privathändler dieselben Geschäfte machen.

Um weiter das gegen die Maklerbanken vorgebrachte Bedenken zu entkräften, wiesen die Sachverständigen noch auf besondere Vorzüge derselben hin:

¹⁾ Benary S. 226, Alexander S. 557, Goldberger S. 716, Bamberger S. 717, Hinrichsen S. 717, Winterfeldt S. 757, Kaempff S. 889, Lappenberger S. 1394 u. a.

²⁾ Benary S. 226, Winterfeldt S. 557.

³⁾ Winterfeldt S. 557.

⁴⁾ Kopetzky S. 218.

⁵⁾ Kopetzky S. 217, Gwinner S. 1999, Salomon S. 1262.

⁶⁾ Stenogr. Ber. S. 3592.

1. Seit Bestehen dieser Institute ist im Terminhandel eine Vereinfachung und grössere Sicherheit des Verkehrs eingetreten. Der Auftraggeber, dem die Maklerbank als Gegenkontrahent bezeichnet wird, ist jeder weiteren Prüfung über dessen Kreditwürdigkeit enthoben, die ihm nicht erspart bliebe, wenn er mit dem Makler allein, oder einem von diesem aufgegebenen unbekannten Börsenhändler oder Spekulanten ein Geschäft abschliessen wollte ¹⁾).

2. Die Maklerbanken achten genau darauf, dass der Umfang der Spekulationsgeschäfte ihrer Kunden nicht über den Rahmen ihrer Kreditwürdigkeit hinausgeht. Diese fortwährende Kontrolle hindert den einzelnen, über seine Kräfte hinauszugehen, und verhütet somit eine ungesunde Spekulation ²⁾).

3. Schliesslich tragen die Maklerbanken zur Entfaltung des Reportgeschäftes bei, das für die sichere und gut verzinsliche Anlage grosser Kapitalien von Bedeutung ist ³⁾).

Alle von den Sachverständigen abgegebenen Erklärungen vermögen zwei Bedenken nicht zu zerstreuen.

1. Die Maklerbanken haben Bedeutung für die Kursfeststellung. Die Banken selbst spekulieren nicht; auch ihre Agenten und Direktoren können für eigene Rechnung nur im Rahmen der von ihnen gestellten Kautionen Börsengeschäfte abschliessen. Alle diese Leute haben zunächst nur wie jeder andre Börsenbesucher durch die von den einzelnen gemachten Geschäfte Einwirkung auf die Bestimmung des Kurses ⁴⁾). Aber diese einheitliche Organisation unvereidigter Makler, die Masse der von ihnen abgeschlossenen Geschäfte räumen ihnen mehr und mehr Einfluss auf die Preisnotierung ein, die nach den geltenden Vorschriften den vereidigten Maklern — wo solche bestehen — zukommt. Es ist dies ein weiterer Grund, die vereideten Makler konkurrenzfähig zu machen.

2. Man kann sich nicht verhehlen, dass sich auf der Kenntnis der Engagements einer, besonders aber mehrerer Maklerbanken Börsenoperationen aufbauen lassen, durch welche

¹⁾ Basch S. 1002, Salomon S. 1262, Dr. Siemens S. 1998.

²⁾ Goldberger S. 715, Kaempff S. 888, Salomon S. 1262.

³⁾ Benary S. 219.

⁴⁾ Lehmann S. 1700.

weite Kreise geschädigt werden. Es ist dies aber, wie wir oben gesehen haben, kein Grund, gegen Maklerbanken einzuschreiten, weil durch andre Geschäftshäuser dieselbe Thätigkeit entfaltet werden kann.

II. Kursfeststellung.

1. Bedeutung des Börsenpreises.

Die Veränderungen in dem Kurse eines Wertpapiere sollen ein getreues Bild der Marktvorgänge, d. h. der Wirkung der preisbestimmenden verschiedenen Faktoren geben. Dass der festgestellte Börsenpreis diesen Anforderungen entspreche, ist deshalb von besonderer Wichtigkeit, weil er seine Bedeutung weit über den Kreis der berufsmässigen Börsenhändler hinaus erstreckt. Einmal dienen die an der Börse notierten Kurse vielen ausserhalb der Börse abgeschlossenen Geschäften, nicht nur in Waren, sondern auch in hohem Grade in Effekten, besonders sogenannten Anlagepapieren zur Grundlage; ausserdem ist der Markt- oder Börsenpreis für die richtige Bewertung von Vermögensobjekten und somit auch für die Entscheidung rechtlicher Fragen massgebend. Nach Art. 185 a und 239 b des deutschen Handelsgesetzbuches ist beispielsweise der Börsenpreis zu Grunde zu legen bei Aufstellung von Bilanzen der Kommanditgesellschaften auf Aktien und von Aktiengesellschaften, nach Art. 343 und 357 bei Ausübung des Exekutionsrechtes gegen den in Erfüllung eines Handelsvertrages säumigen Kontrahenten, bzw. bei Berechnung des Schadenersatzes; endlich ist der Börsenpreis von grösster Wichtigkeit für das Kommissionsgeschäft, da nach Art. 376 dem Kommissionär, seinem Auftraggeber gegenüber, das Selbsteintrittsrecht zum Börsenpreis zusteht.

Bei dieser weitgehenden Bedeutung des Börsenpreises wurde es anlässlich der Börsenenquete mit Recht als nötig befunden, über die für Kursfeststellung bestehenden Einrichtungen der deutschen Börsen eingehende Erhebungen vorzunehmen. Gerade aus diesen Schilderungen des Bestehenden

war — bei der Verschiedenartigkeit des Verfahrens — für die Reform mehr zu gewinnen als durch lange Ausführungen darüber, wie sich nach Ansicht der einzelnen die Reform gestalten soll.

2. Die zur Zeit der Börsenenquete mit der Kursfeststellung betrauten Personen.

In Berlin ist die Kursfeststellung nach § 16 der Börsenordnung einem der Börsenkommissäre übertragen, von denen jeweils zwei nach einem bestimmten Turnus die Aufsicht über die Börse führen. Die Entscheidung über die endgültige Notiz liegt in den Händen dieses Aufsichtsbeamten, der die vereidigten Makler lediglich zu seiner Information zuzieht, sich aber auch auf andrem Wege die nötigen Auskünfte verschaffen kann.

Diese Vorschrift besteht jedoch nur formell, thatsächlich findet die Kursfeststellung durch die vereidigten Makler, ohne Mithilfe des Börsenkommissärs, statt. Die Makler sind in Gruppen von je zwei, höchstens drei Personen geteilt, denen der Handel in bestimmten Wertpapieren ausschliesslich übertragen ist. Die einzelnen Gruppen stellen die Kurse fest, und der Börsenkommissär schreitet nur ein, wenn bei ihm von einem Börsenbesucher Beschwerde über die Notiz geführt wird ¹⁾. Dies ist sehr selten der Fall, da ein Bankier sich manchmal lieber einen kleinen Verlust gefallen lässt, als dass er den Beschwerdeweg ergreift ²⁾.

In Frankfurt a. M. wählen die beeidigten Wechselmakler 14 aus ihrer Mitte, aus welchen die Handelskammer 7 Mitglieder des Syndikats und 3 Ersatzmänner auf 2 Jahre ernennt ³⁾. Auch hier sind die Makler in Gruppen eingeteilt; diese Einteilung wird jedoch durchaus nicht mit der Strenge beobachtet, wie in Berlin, sondern es steht jedem der Makler das Recht zu, in jedem zum Handel zugelassenen

¹⁾ Kopetzky S. 163.

²⁾ Kussel S. 1481.

³⁾ Maklersyndikatsordnung vom 15. Juli 1851.

Effekt Geschäfte abzuschliessen ¹⁾. Um 1¹/₂ Uhr haben sämtliche Makler wahrheitsgetreue Mitteilungen über ihre Aufträge, bezw. die abgeschlossenen Geschäfte an das Syndikat zu machen, das dann die zu veröffentlichenden Kurse endgültig festsetzt.

In Hamburg, wo man das Institut der vereideten Makler nicht kennt, werden von der „Sachverständigenkommission für den Effektenhandel“ Makler zur Mitwirkung bei den Kursnotierungen ernannt. Die an der Börse gehandelten Effekten zerfallen in 7 Gruppen; für jede derselben sind 2 Makler bestimmt, welche Anmeldungen über die in Effekten ihrer Gruppe abgeschlossenen Geschäfte entgegennehmen; auf Grund dieser und der von ihnen selbst abgeschlossenen Geschäfte stellen die Makler die Kurse fest. Anmeldungen können nur von den in das Firmenregister der Fondsbörse eingetragenen Firmen gemacht werden; unrichtige Angaben werden disziplinarisch geahndet.

Die Einrichtungen der übrigen deutschen Börsen schliessen sich den in Berlin oder Frankfurt a. M. bestehenden an und weisen keine besonderen Eigentümlichkeiten auf. Nur in Lübeck werden die Kurse für Effekten von einer Bank und einem Bankier festgesetzt, gelten aber auch nicht als amtliche Notizen, sondern als rein private Veröffentlichungen.

3. Arten des Verfahrens bei Feststellung der Kurse.

Es sind hier vier verschiedene Methoden zu unterscheiden:

1. Die Ermittlung und Veröffentlichung mehrerer Kurse für ein und dasselbe Effekt in verschiedenen Abschnitten der Börsenzeit. Die Veröffentlichung hat also nicht den Zweck, einen einheitlichen Börsenpreis, wie er sich aus der Gesamtheit der Umsätze ergibt, bekannt zu geben, sondern ein möglichst detailliertes Bild der einzelnen an einem Börsentage thatsächlich gezahlten Preise zu liefern.

An kleinen Börsen oder bei Effekten, in welchen nur

¹⁾ Baer S. 847.

wenige Geschäfte abgeschlossen werden, gelangt man bei diesem Verfahren dazu, sämtliche Kurse, zu welchen thatsächlich gehandelt wurde, zu notieren. Bei lebhafterem Verkehr erscheint dies nicht möglich; man stellt daher nur einen „Anfangs“- und „Schluss“-Kurs fest und zeigt die zwischen beiden liegenden Kursveränderungen entweder durch einen Mittelkurs (wie in Hamburg), oder durch einen höchsten und niedrigsten Kurs (wie beim Zeitgeschäft in Berlin) an. Dieses System hat hauptsächlich im Terminhandel Anwendung gefunden, und zwar in Berlin, Frankfurt a. M., Breslau ¹⁾, an andern Börsen sowohl für das Zeit- wie für das Kassageschäft, besonders in Hamburg ²⁾, Bremen ³⁾ und Köln ⁴⁾.

2. Eine zweite Art des Verfahrens besteht in der Feststellung eines Mittel- oder Durchschnittskurses und ist in Frankfurt a. M. für das Kassageschäft eingeführt ⁵⁾.

Alle von den vereidigten Maklern zu verschiedenen Kursen thatsächlich ausgeführten Geschäfte werden am Schluss der Börse dem Syndikat angesagt. Der Durchschnitt dieser Kurse bildet die amtliche Notiz.

3. Das Auktionsverfahren besteht darin, dass der Preis, der zur Notierung gelangen soll, bekannt gegeben wird, die Interessenten erklären dann, dass sie zu einem höheren oder niedrigeren Preise zu „geben“ oder zu „nehmen“ bereit sind. Der Kurs, zu welchem sich der letzte Käufer und der letzte Verkäufer einigen, gilt als Auktionspreis. Dieses Verfahren wurde in Dresden für Industriepapiere an drei Tagen der Woche angewandt ⁶⁾.

4. Ein besonderes System bildet der sogenannte Einheitskurs, der in Berlin für Kassageschäfte besteht (auch in Dresden ⁷⁾ mit Ausnahme des Auktionsverfahrens bei Industriepapieren). Das Charakteristische dieser Einrichtung besteht

¹⁾ Heinemann S. 510.

²⁾ Hinrichsen S. 685; Schinckel S. 1237.

³⁾ Wolde S. 187.

⁴⁾ Königs S. 1981.

⁵⁾ Guaita S. 841.

⁶⁾ Arnhold S. 187.

⁷⁾ Arnhold S. 187.

darin, dass ein Kurs festgesetzt wird, bevor irgend ein Geschäft definitiv abgeschlossen ist.

Bis 1 $\frac{1}{2}$ Uhr, bzw. bis zum Schluss der vorläufigen Kursfeststellung, nehmen die vereidigten Makler Aufträge zum Kauf und Verkauf von Effekten ihrer Gruppen an. Um 1 $\frac{1}{2}$ Uhr beginnen sie mit der Festsetzung eines vorläufigen Kurses, und zwar im Börsensaal, innerhalb der ihnen zugewiesenen Schranken, also vor den Augen der Börsenbesucher, die bis zum letzten Augenblicke noch durch Erteilung von Ordres auf die Gestaltung des Kurses einwirken können.

Der von den Maklern ermittelte Kurs muss so beschaffen sein, dass alle „bestens“ aufgegebenen, d. h. unlimitierten Kaufs- und Verkaufsaufträge, ferner alle höher als der Kurs limitierten Kaufs- und alle niedriger als der Kurs limitierten Verkaufsaufträge ganz zur Ausführung kommen und die in Höhe des Kurses limitierten Kaufs- und Verkaufsaufträge wenigstens teilweise befriedigt werden“ ¹⁾.

Angenommen, es lägen ²⁾ den Maklern folgende Ordres vor:

Verkauf:	Kauf:
Mk. 20 000 bestens.	Mk. 80 000 bestens.
„ 30 000 à 125.	„ 90 000 à 126.
„ 20 000 à 125,50.	„ 40 000 à 125,50.
„ 150 000 à 126.	„ 30 000 à 125,

so wäre der Kurs, der den obigen Anforderungen entspricht, 126 bez. B., d. h. à 126 wurden Geschäfte abgeschlossen, es blieben aber noch Posten angeboten. Obwohl also einem Auftrag zum Kauf von Mk. 30 000 à 125 ein solcher zum Verkauf von Mk. 30 000 à 125 und obwohl einer Kaufordre für Mk. 40 000 à 125,50 eine Verkaufsordre für Mk. 20 000 à 125,50 gegenüberstand, wurden die Aufträge doch nicht zu diesen Kursen ausgeführt, sondern zu einem höheren Kurs. Es ergibt sich schon aus diesem Beispiel, wie sehr diese Notierungsweise sich von allen vorhergehenden unterscheidet, insofern sie aus den von Käufern und Verkäufern gestellten

¹⁾ Vgl. die Ausführungen R. Siegfrieds in „Salings Börsenhandbuch“ S. 17 ff.

²⁾ „Salings Börsenhandbuch“ S. 24.

Limiten und aus den angebotenen und gesuchten Beträgen sozusagen ein Gesamturteil über den Wert eines Papiers fällt, hinter welchem das Urteil des einzelnen Käufers oder Verkäufers zurücktreten muss. Erst nachdem in dieser Weise das Fazit aus den vorliegenden Börsenordres gezogen, d. h. der „Einheitskurs“ ermittelt ist, findet der definitive Abschluss von Geschäften statt. Die beeidigten Makler geben die von ihnen ermittelten Kurse den Börsensekretären zu Protokoll, und diese Notizen werden, wenn der Börsenkommissär selbst nichts gegen dieselben einzuwenden oder begründete Beschwerden darüber innerhalb einer gewissen Zeit nicht empfangen hat, gültig; alle Börsenordres, welche den oben angegebenen Bedingungen entsprechen, gelten damit als definitiv ausgeführt.

4. Wie haben sich die an den verschiedenen Börsen zur Zeit der Börsenenquete bestehenden Einrichtungen nach dem Urteile der Sachverständigen bewährt?

A. Die Berliner Börse.

a) Der Einheitskurs.

Die Einwände, welche gegen diese Methode der Kursfeststellung in den Verhandlungen der Börsenenquete vorgebracht wurden, sind folgende:

1. Es wurde besonders geltend gemacht, diese Notierungsweise beeinträchtige die Vertragsfreiheit der einzelnen Kontrahenten ¹⁾.

Die Berechtigung dieses Einwandes hat sich bereits bei dem oben angeführten Beispiele gezeigt. Ein Makler, welcher den Auftrag hat, einen Betrag eines Papiers à 100 zu kaufen und für einen andern Mandanten die gleiche Summe à 100 zu verkaufen, und plötzlich eine Ordre zum Kauf eines kleineren Betrages à 101 bekommt, darf nicht die beiden ersten Aufträge kompensieren und mit der Ausführung des letzteren zuwarten, bis sich ein Kontrahent findet, sondern wird seinen ersten Auftrag gar nicht, den zweiten teilweise und nur den

¹⁾ Lehmann S. 1635, Königs S. 1980 ff.

dritten ganz ausführen und zu einer Kursnotiz von 101 etw. bz. und Bf. gelangen. Der erste Auftraggeber, für dessen Offert sich ein Kontrahent gefunden hatte, gelangt nicht zum Abschluss eines Geschäftes. Der zweite, der zwar durch einen etwas höheren Kurs, als er erwartet hatte, entschädigt wurde, ist gleichfalls in seiner Vertragsfreiheit beeinträchtigt; denn es ist denkbar, dass er — um eine bestimmte Summe sofort flüssig zu machen — mehr Interesse daran hat, den ganzen Betrag à 100 als einen Bruchteil desselben à 101 verkauft zu sehen.

2. Nicht limitierte Aufträge können grosse Kursveränderungen hervorrufen. Angenommen, es seien Mk. 100 000 eines Effektes bestens zu verkaufen; diesem Auftrag stünden folgende Kaufordres gegenüber: Mk. 10 000 à 70, Mk. 20 000 à 69, Mk. 30 000 à 68, Mk. 30 000 à 66, so müsste der Kurs 66 bz. und Bf. werden, da sämtliche Kaufaufträge à 66 ausgeführt werden können, von den ohne Limit zum Verkauf aufgegebenen Mk. 100 000 bleiben jedoch Mk. 10 000 übrig.

In der gleichen Weise können nicht limitierte Kaufordres eine grosse Kurssteigerung hervorrufen¹⁾. Um diesem Missstand, der dem „Einheitskurs“ anhaftet, nach Möglichkeit zu steuern, standen der Berliner Börse folgende Einrichtungen, die sich nach den Aussagen der Berliner Sachverständigen bewährt haben, zu Gebote:

1. Den Maklern lag die Pflicht ob, wenn sich aus den ihnen vorliegenden Aufträgen eine bedeutende Kursveränderung ergab, dies dem gesamten Börsenpublikum durch Anschreiben an einer Tafel kund zu thun. Die Aeltesten der Berliner Kaufmannschaft haben durch Zirkular vom 31. Dezember 1888 ein Schema der Fälle aufgestellt, in welchen unbedingt dem Börsenkommissär und dem Publikum Kenntniss von der zu erwartenden Kursveränderung zu geben ist. Die beteiligten Kreise haben nun, da die Kursfeststellung öffentlich stattfindet, bis zum letzten Augenblick Gelegenheit, durch Erteilung weiterer Kaufs- oder Verkaufsordres auf die Gestaltung des Kurses einzuwirken.

¹⁾ Vgl. „Salings Börsenhandbuch“ S. 25.

2. Den Börsenkommissären waren zweierlei Befugnisse eingeräumt:

α) Sie können die Auftraggeber um eine Reduktion ihrer Aufträge durch die Makler ersuchen lassen; war dies erfolglos, so können sie die Kursfeststellung vornehmen und anordnen, dass alle ausführbaren Aufträge nur für einen Bruchteil der den Maklern aufgegebenen Beträge als ausgeführt gelten.

β) Die Börsenkommissäre können in äussersten Fällen die Streichung der Notiz verfügen; es gelten dann alle Geschäfte, welche zur amtlichen Notiz oder „zum Kurse“ abgeschlossen wurden, als nicht zu stande gekommen. Ueber die Fälle, in welchen von dieser Befugnis Gebrauch gemacht wurde, sagt der Sachverständige Alexander¹⁾: „Solche Fälle sind vorgekommen, einmal bei Polke, wo eine Kursschwankung um 30% vorkam. Es lagen viele unlimitierte Ordres vor, deren Ausführung den Kurs um 30% gesteigert hätte; in diesem Fall ist der Kurs gestrichen worden. In einem andern Falle sollten die Kohlenpapiere der ‚Hibernia‘ um 50% steigen, weil unlimitierte Aufträge auf viele Millionen zum ersten Kurs vorlagen. In diesem Falle hat der Kommissär etwa 1½ Stunden mit der Notierung gewartet, von jedem Kaufauftrag nur einen kleinen Teil ausführen lassen und so die Kurssteigerung auf ein bescheidenes Mass zurückgeführt.“

3. Ueber die Oeffentlichkeit der Kursfeststellung war bei den Sachverständigen nahezu eine Meinung. Fast sämtliche Angehörige der Berliner Börse erblickten darin einen grossen Vorzug, weil sonst in manchen Fällen die Festsetzung des Kurses völlig der Willkür des Maklers überlassen wäre.

Haben die Makler nur unlimitierte Kaufs- und Verkaufsordres, so könnten sie den Kurs eines Papiere, das am Tage vorher 200 notierte, willkürlich auf 205 setzen, wenn nicht das Börsenpublikum hiervon Kenntniss bekäme und eingreifen würde. Ferner ist die Oeffentlichkeit der Kursnotierung das wirksamste Mittel zur Verhütung grosser Kursveränderungen.

Dagegen wurde von einem Sachverständigen²⁾ gerade in

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 545.

²⁾ Lehmann S. 1632.

dieser Öffentlichkeit ein Missstand erblickt, weil Tagesspekulanten, die sich für ihre Ultimogeschäfte auf dem Kassenmarkt decken, dadurch, dass sie den zu erwartenden Einheitskurs um 10 Pf. unter- oder überbieten, die Ausführung vieler Ordres geradezu unmöglich machen können.

Weitere spezielle Mängel dieses Systems der Kursfeststellung sind nicht zur Sprache gekommen, die Sachverständigen der Berliner Fondsbörse konnten vielmehr nicht genug Worte des Lobes über diese Einrichtung finden¹⁾. In der That kommt diese Art der Kursfeststellung von allen in Deutschland bestehenden dem Ziel am nächsten, einen Börsenpreis zu ermitteln, der den gemeinen Wert der Effekten darstellt. Der grösste Vorzug des „Einheitskurses“ ist, dass er den von der Enquetekommission mit so vieler Breite behandelten „Kurschnitt“ unmöglich macht, auf den in dem Kapitel „Kommissionsgeschäft“ zurückzukommen ist.

b) Der Terminhandel.

Da sich für den Kassamarkt die Kursfeststellung in der Weise vollzieht, dass jeder Börsenbesucher bis zum letzten Moment auf die Gestaltung der Kurse einwirken kann, und die Thätigkeit der Makler nur eine „totalisierende“ ist, so tritt hier eine Erscheinung weniger zu Tage, welche für den Terminmarkt von allergrösster Wichtigkeit ist, das ist der Gegensatz zwischen „freiem“ und „offiziellen“ Markt²⁾. Zu dem hierüber bereits Gesagten ist noch folgendes nachzutragen.

Der freie Markt unterliegt nur den allgemeinen Landesgesetzen; die Börsenordnung kommt nur in Betracht, soweit es sich um Aufrechterhaltung der Ruhe und Ordnung handelt. Der Börsenvorstand oder sonstige Organe der Börse können keinen Einfluss auf die Preisgestaltung und die Feststellung der Kurse üben. Der Handel im freien Markt umfasst so-

¹⁾ Benary S. 180: „Die Börse ist dadurch gross geworden.“ Bamberger S. 687, Weill S. 1984, Alexander S. 513: „Die Einrichtung ist fast ideal.“ Kaempf S. 869: „Das beste Verfahren der Welt.“ Salomon S. 1984: „Eine vorzügliche Einrichtung.“

²⁾ Vgl. „Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslandes“ S. 11.

wohl die zum offiziellen Handel zugelassenen Effekten, wie solche, für welche die Zulassung zum offiziellen Handel nicht nachgesucht oder verweigert wurde, kurz alle Papiere, in welchen den Börsenbesuchern Handel zu treiben beliebt.

Der „offizielle Verkehr“ umfasst nur diejenigen Effekten, welche vom Börsenkommissariat zum Handel durch die vereideten Makler zugelassen sind, und vollzieht sich nur durch diese. Ein sehr grosser Teil der Zeitgeschäfte wird nun auf dem freien Markt abgeschlossen, die Feststellung der Kurse liegt jedoch den nur im offiziellen Verkehr thätigen vereideten Maklern ob. Es leuchtet ein, dass hieraus für die Kursfeststellung Schwierigkeiten entstehen müssen. Wie hat sich die Berliner Börse mit denselben abgefunden?

„Der freie und der offizielle Markt,“ sagt der Sachverständige Kopetzky ¹⁾, „schliessen sich aneinander an. Die Einrichtungen sind in der Regel derart, dass der freie Markt für das betreffende Papier sich in der Nähe des Platzes befindet, den der dieses Papier handelnde vereidete Makler einnimmt, so dass eine gegenseitige Verbindung besteht.“ — „Um 12 Uhr, also beim offiziellen Beginn der Börse, wird in den Papieren, in denen Geschäfte vorhanden sind, ein sog. erster Kurs festgestellt, der in ähnlicher Weise zu stande kommt, wie der Kurs von Kassapapieren. Die vereideten Makler treten zusammen, vergleichen die Aufträge und stellen fest, zu welchem Kurs Aufträge erledigt werden können, und dieser erste Kurs wird amtlich notiert und angeschrieben. Der weitere Verkehr entwickelt sich im freien Markt zu ganz verschiedenen, oft schwankenden Kursen, und es werden dann nach dem ersten Kurs alle Kurse in den Endnotierungen nach oben und unten notiert, zu welchen bis zum offiziellen Börsenschluss, d. i. bis 2 Uhr, Geschäfte stattgefunden haben. In der Regel wird auch ein letzter amtlicher Kurs um 2 Uhr notiert.“ — „Um ein klares und zutreffendes Bild der Entwicklung der Kurse zu erlangen, kann es nicht massgebend sein, dass bloss die Kurse notiert werden, welche durch zwei Makler gemacht werden.“ — „Die Makler sind daher ge-

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 166 und 164.

bunden, bei der Kursfeststellung die im freien Markt vorgekommenen Schwankungen zu berücksichtigen.“ Vom Vorsitzenden auf die Schwierigkeit der Kontrolle darüber, ob die Geschäfte thatsächlich zu den angegebenen Kursen abgeschlossen seien, hingewiesen, erwidert der Sachverständige Kopetzky¹⁾: „Das ist nicht so schwer, wie es scheint. Die Kurse, die im freien Markt gehandelt werden, sind ziemlich bekannt, und es würde jeder Börsenkommissär in der Lage sein, sich ganz genau zu orientieren, wenn er sie nicht aus eigenem Wissen kennt. Es würde auch durch Umfrage bei andern Maklern, welche, wie das im freien Markt der Fall ist, gleichzeitig in dem betreffenden Papier handeln, sehr leicht festzustellen sein, ob die Kursnotierungen diesen Schwankungen entsprechend stattgefunden haben.“ Aehnlich werden die thatsächlichen Zustände von sämtlichen andern Berliner Sachverständigen geschildert²⁾, soweit sie sich nicht ausschliesslich mit Reformfragen beschäftigt haben. So sagt der Sachverständige Kaempff³⁾: „Sie (die vereideten Makler) dürfen sich nicht auf einen abgesonderten Standpunkt stellen, sondern müssen alles berücksichtigen, was bis zur Feststellung und bei Feststellung des ersten Kurses an der Börse passiert, und seitdem diese Einrichtung getroffen ist, sind weiter keine Klagen vorgekommen.“

B. Die übrigen deutschen Börsen.

Bezüglich der Frankfurter Einrichtungen sei von den Aussagen der Frankfurter Sachverständigen⁴⁾, deren Schilderungen des Bestehenden in der Frage der Kursfeststellung meist recht mangelhaft sind, diejenige des Sachverständigen v. Guaita hier wiedergegeben:

„Die vereidigten Makler bilden eine Korporation. Es sind 80, und aus ihrer Mitte wählen sie jährlich sieben Herren. Die bilden das Wechselmaklersyndikat und spielen

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 164.

²⁾ Vgl. bes. Salomon S. 1232—1234.

³⁾ Stenogr. Ber. S. 869.

⁴⁾ Vgl. Baer S. 845, Cohnstaedt S. 1808 ff., Goldschmidt S. 1656, v. Guaita S. 842 ff., Maier S. 1657 ff., Metzler S. 1238, Sulzbach S. 1390.

die Rolle, die in Berlin die Börsenkommissäre spielen. Die Geschäfte, die also an der Börse gemacht werden, werden von diesen 80 Maklern von $\frac{1}{4}$ nach 1 Uhr an in einem Saale sämtlich wiedergegeben in Gegenwart des Wechselmaklersyndikats, resp. des Vorsitzenden, der unter allen Umständen da sein soll. Während dieser Zeit, wo die Herren in diesem Saale sitzen, darf niemand den Saal betreten, kein Outsider soll hineinkommen, um noch einen Einfluss auf die Angaben der Makler ausüben zu können.“ Hierauf kommt das Kursblatt zur Verlesung, die Makler sagen bei jedem einzelnen Papier ihre Abschlüsse bzw. Ordres ¹⁾ an, und es wird nun für das Kassageschäft rein rechnerisch der Mittelkurs festgestellt, d. h. der Durchschnitt der sämtlichen Kurse, in welchen Abschlüsse vorgekommen sind; für das Termingeschäft und für Wechsel werden in gleicher Weise, wie es für die Berliner Börse bereits geschildert wurde, mehrere Kurse ermittelt. Eine grosse Verschiedenheit von dem Berliner Verfahren liegt jedoch darin, dass nicht nur die unvereideten Makler von der Kursfeststellung ausgeschlossen sind, sondern dass auch die von ihnen abgeschlossenen Geschäfte nicht berücksichtigt werden bei Ermittlung des Kurses. Gegenüber dem Bedenken, es könne durch dieses gewissermassen „heimliche“ Verfahren eine den thatsächlichen Verhältnissen nicht entsprechende Kursfeststellung stattfinden, entgegnen die Sachverständigen ²⁾:

„Erstens handelt es sich um vereidete Makler; aber ganz abgesehen davon, sind deren in Frankfurt 80, die sind an einem Ort versammelt, wo jeder laut die Geschäfte ansagen muss, die er gemacht hat. Sollten da unrichtige Angaben stattfinden, so kann ich eigentlich annehmen, dass sie leicht sich dem Widerspruch seitens eines andern Maklers ausgesetzt sehen, so dass sie nicht leicht eine falsche Angabe zu machen geneigt sind, und ausserdem möchte ich sagen: sollten wirklich grobe Irrtümer vorkommen, so findet das doch schliesslich

¹⁾ Kassageschäfte werden nämlich meist auf die — erst zu ermittelnde — Notiz abgeschlossen. Der Kurs wird daher nicht nur auf Grund thatsächlicher Abschlüsse, sondern hauptsächlich durch Gegenüberstellung der vorliegenden Limite ermittelt. Siehe Baer S. 845.

²⁾ v. Guaita S. 842, ebenso Baer S. 848.

seinen Ausdruck im Börsenkursblatt, das in die Hände der Interessenten kommt, die die Geschäfte gemacht haben, und die würden gewiss sehr erstaunt sein, würden Umfrage halten und würden am Tage darauf die Sache richtig zu stellen suchen. Es kommen ja manchmal auch kleine Irrtümer vor; die werden unten im Kursblatt den Tag darauf richtig gestellt.“

In der Teilnahme einer so grossen Anzahl von Maklern an der Kursfeststellung in jedem einzelnen Effekt erblicken die Sachverständigen also die Hauptgarantie für richtige Kursermittelung. Sie können dies um so mehr, als in Frankfurt zwar Gruppeneinteilung der Papiere für die Makler besteht, diese aber hieran nicht gebunden sind. Der Kreis der Makler, welche in einem einzelnen Effekte Geschäfte abschliessen und infolgedessen bei der Kursfeststellung mitwirken können, besteht in Berlin, wo die Gruppeneinteilung streng eingehalten wird, aus nur zwei bis drei Maklern, in Frankfurt dagegen manchmal aus fast sämtlichen an der Börse anwesenden Maklern. „Ich glaube,“ sagt der Sachverständige Baer¹⁾, „dass doch gerade darin, dass diese 80 Makler oder ein Teil davon, sobald sie Interesse an einem Papier haben, an der Notiz mitwirken können, eine gesunde Regulierung für den Kurs liegt.“ — Ein anderer Sachverständiger erklärt: „Meines Wissens hat sich nie ein Missstand ergeben²⁾.“

Bezüglich der Einrichtungen der übrigen deutschen Effektenbörsen, welche an Bedeutung weit hinter der Berliner und Frankfurter Börse zurückstehen, mögen die Sachverständigen selbst gehört werden.

Hamburg:

„Ich kann hier nur bemerken,“ sagt der Sachverständige Hinrichsen³⁾, „dass in Hamburg das bei uns geltende Verfahren sich bewährt hat, dass wir in Hamburg keine ver-

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 848.

²⁾ v. Guaita S. 842.

³⁾ Stenogr. Ber. S. 685 ff.

eideten Makler haben, sondern gewerbsmässige Unterhändler, welche als Makler angesehen werden. Es sind die Fonds und Effekten in verschiedene Gruppen eingeteilt und diese Gruppen ebensovielen Sektionen von Maklern zwecks der Notierung zugewiesen. Die Firmen, die gewerbsmässig an der Fondsbörse Geschäfte machen, sind zusammengefasst in einem Börsenregister.“ — „Da wir keinen sog. Einheitskurs wie in Berlin haben, so bedeuten unsere Notierungen, welche ja auch die verschiedenen Schwankungen, wie es in Berlin bei den Termingeschäften geschieht, zum Ausdruck bringen, lediglich ein nachträgliches Bild des wirklichen Herganges, nicht etwa einen für neu erst aufzugebende Abschlüsse massgebenden Standard.“ — „Man hängt für jede Gruppe einen Briefkasten aus, jeder steckt mit verantwortlicher Unterschrift die Notiz über die wirklich von ihm gemachten Geschäfte hinein. Dann werden die Notizen der verschiedenen Gruppen Papiere in einheitlicher Weise zusammengestellt. So gewinnt man ein Bild, welches der Marktkurs ist.“ — „Da nun die einzelnen Zettel zu verschiedenen Zeiten in den Kasten gesteckt werden, so müssen die Makler aus eigener Wissenschaft die einzelnen Schwankungen der Kurse ihrer Zeitfolge nach kennen.“ — „Ich bemerke noch, dass es sich um Geschäfte handelt, die von den eingetragenen Firmen untereinander gemacht werden, nicht Geschäfte mit Privatleuten auf die Notiz einwirken, weil das zu Missbrauch führen könnte.“ — „Die Vermittler haben durch Handschlag dem Vorsitzenden der Sachverständigenkommission gegenüber zu bestätigen, dass sie nach bestem Wissen und Gewissen nur der Wahrheit gemässe Kurse zur Notiz zulassen und dass sie eine gerechte Notierung eintreten lassen wollen. Wenn sich Missbräuche herausstellen, dass nicht wahrheitsgemässe Kurse, um auf die Notierung einzuwirken, in den Kasten geworfen werden, dann werden die Betreffenden zuerst verwarnt und im Wiederholungsfalle zeitweilig oder dauernd von der Berechtigung zur Kursaufgabe ausgeschlossen. Dieses Verfahren hat sich recht bewährt; während früher sehr oft über die Kursnotierungen geklagt worden ist, sind in den letzten Jahren Klagen nicht erfolgt.“

Bremen:

„Bei uns,“ sagt der Sachverständige Wolde¹⁾, „werden die Kurse für jedes einzelne Geschäft notiert. Die Börse findet statt von 1—2 Uhr. 10 Minuten vor 2 Uhr versammeln sich die Makler. Dort werden die Kurse in voller Oeffentlichkeit notiert, die bis 10 Minuten vor 2 Uhr gemacht worden sind. Jedes einzelne Geschäft kommt zur Notiz. Die verschiedenen Kurse kommen zum Ausdruck, deshalb auch alle Schwankungen.“ — „Unser Verfahren würde bei einer so umfangreichen Börse wie in Berlin sich nicht durchführen lassen. Wir haben nur ein bis zwei Papiere, in denen tatsächlich ein Geschäft von einiger Bedeutung stattfindet, Lokalpapiere, Lloydaktien.“

Leipzig:

„In Leipzig²⁾ geschieht die Feststellung der Kurse für Kassageschäfte derart, dass der vereidete Makler immer nur für jedes Papier die Kurse fixiert und diese von dem angestellten Börsensekretär notiert werden. Das hat sich als genügend erwiesen.“ — „Wir haben offiziell kein Zeitgeschäft. Die vereideten Makler können Schlussscheine ausstellen über Zeitgeschäfte; aber die Kurse über Zeitgeschäfte werden nicht notiert. In dem amtlichen Teile des Kurszettels sind Ultimo-geschäfte nicht gestattet.“

„Da scheinen,“ bemerkt zu diesem Referat der stellvertretende Vorsitzende Gamp, „gerade nicht stürmische Spekulationsgeschäfte vorzukommen.“

Dresden:

Terminhandel besteht hier nur in Aktien der Dresdner Baugesellschaft; dieser ist von geringem Umfang und nicht offiziell³⁾.

„Wir in Dresden⁴⁾ haben auch den Einheitskurs.“ — „Nur an drei Tagen in der Woche haben wir in Industrie-

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 187.

²⁾ Favreu S. 683.

³⁾ „Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslandes“ S. 37.

⁴⁾ Arnhold S. 187.

aktien ein vollständig andres Verfahren, das reine Auktionsverfahren¹⁾. Jedes Papier wird aufgerufen. Zwischen den Bankiers findet dann ein Handel statt, und der Kurs wird notiert, wie er stattgefunden hat. An diesen Tagen wird kein Einheitskurs notiert, sondern ein verschiedener. Einen Grund hat das eigentlich nicht, das Geschäft leidet darunter, wenn etwa 100 Industripapiere in einer beschränkten Zeit, in ganz wenigen Minuten gehandelt werden. Alle Ordres, die später eintreffen, nachdem der Kurs gemacht ist, können nicht mehr ausgeführt werden. Es ist das eine alte Gewohnheit. Nach meiner persönlichen Ansicht leidet das Geschäft darunter.“

München²⁾:

„Die Makler ziehen sich zu einer bestimmten Stunde unter der Aufsicht eines Kommissars zurück und stellen für jedes einzelne Papier, je nach Angebot und Nachfrage, den Preis fest. Sie sind verpflichtet, untereinander die Geschäfte abzuschliessen, so dass ein absolut korrekter Kurs zum Vorschein kommt.“ — „Es ergibt sich meist nur ein einziger Kurs. Dieser wird dadurch festgestellt, dass die vorliegenden Verkaufs- oder Ankaufsaufträge zusammengestellt und gegenseitig kompensiert werden mit der höchsten sich ergebenden Summe. — Das ist im Kassageschäft. Für Zeitgeschäfte wird jeder einzelne Kurs notiert, welcher sofort mitgeteilt und durch die vereideten Sensale bei der Notierung angegeben wird, und die Notierungsweise geht so weit, dass selbst bei einer einzelnen Aktie, die etwa gehandelt wird, die Notiz: ‚etwas bezahlt‘ gemacht wird. — Ich halte für unsre verhältnismässig kleinen Verhältnisse das Verfahren für ein vollkommen genügendes und zweckentsprechendes.“

Köln³⁾:

„Wir in Köln haben diesen Einheitskurs nicht, unsre Börse ist unbedeutend, es handelt jeder Makler in allen Papieren und schliesst die Geschäfte ab, wie er will, er ist nicht

¹⁾ Die Art dieses Verfahrens ist S. 81 in diesem Abschnitt geschildert.

²⁾ Finck S. 1238.

³⁾ Königs S. 1981.

gezwungen, mit andern Maklern seine Ordres zu kompensieren. Da kann es vorkommen, dass der eine Makler zu 106 handelt und der andre zu $106\frac{1}{4}$. — Diese Kurse, die die betreffenden Makler gemacht haben, zu welchen also gehandelt worden ist, werden im Kursblatt notiert, z. B. 106 bis $106\frac{1}{2}$, es wird kein Durchschnitt gezogen.“ Auf die Gefahren, die hieraus infolge des Selbsteintrittsrechtes des Kommissionärs dem Publikum erwachsen, weist der Sachverständige hin: „Es liegt für den unreellen Bankier, für den unreellen Makler u. s. w. in dieser Art der Kursfeststellung ein grösserer Anreiz zu irgend welchen Manipulationen. — Für den reellen Bankier ist unter Umständen die Bestimmung verschiedener Kurse eine ausserordentlich lästige Geschichte.“ Inwieweit man mit dieser Einrichtung in Köln thatsächlich schlimme Erfahrungen gemacht hat, ist nicht angegeben; die Möglichkeit derselben ist nach Aussage des Sachverständigen gegeben. „In Köln werden sehr wenig Termingeschäfte gemacht. Es wird notiert, wenn Geschäfte gemacht werden.“

Breslau¹⁾:

„In Breslau halte ich die Zustände der Kursnotierung für fast vollkommen, denn die Kurse werden nicht von den Maklern gemacht, sondern von den Börsenkommissaren, nachdem sie die Makler gehört haben, und bei dem kleineren Umfang dieses Geschäftes haben die Börsenkommissare doch immer so viel Kenntniss, um zu verhindern, dass Kurse, die die Makler ansagen und die nicht gerechtfertigt erscheinen, doch notiert werden. Also bei unsrer Kursnotierung sind Abänderungen nicht notwendig und nicht erwünscht.“ Amtliche Notierung von Terminpreisen findet hier nicht statt²⁾.

Königsberg³⁾:

„In Königsberg erfolgt die Notierung der Kurse durch die Makler im Beisein des Kommissars der Kaufmannschaft sowohl für den Effektenkurs, wie für die Produktenbörse. Da

¹⁾ Heimann S. 510.

²⁾ v. Wallenberg-Paschaly S. 839.

³⁾ Schroeter S. 1237.

handelt es sich mit Ausnahme von Spiritus nur um Lokomotiven. — Wir haben nur die effektiv bezahlten Kurse, wie in Hamburg. — Es ist kein Uebelstand hervorgetreten. Die Geschäfte sind bei uns auch nur klein.“

C. Kurspublikation.

Die Veröffentlichung der an den Effektenbörsen amtlich festgestellten Kurse erfolgt überall durch das sog. amtliche Kursblatt. Das Berliner Kursblatt enthält für die noch nicht zur amtlichen Notiz zugelassenen Papiere einen nichtamtlichen Teil, in welchem die für diese Papiere von den vereideten Maklern festgestellten Kurse veröffentlicht werden. Ausser den amtlichen Kursblättern erscheinen in Zeitungen, Cirkularen von Bankiers etc. Kursnotizen, für deren Richtigkeit bisher keinerlei Kontrolle bestand. Der bedeutendste nichtamtliche Kursbericht war das in Berlin erscheinende Hertelsche Kursblatt, das auch die nach der offiziellen Börsenzeit zu stande gekommenen Kurse beachtet und das nach § 12 der Usancen in Ermangelung einer offiziellen Notiz als massgebend galt.

Abweichungen der privaten Kursberichte von den amtlichen kommen nach Aussage der Sachverständigen selten vor.

Es erübrigt nun noch auf Missstände allgemeiner Art, die allen in Deutschland üblichen Notierungsweisen anhaften, hinzuweisen.

1. Aus dem Kursblatt ist für das ausserhalb der Börse stehende Publikum nicht ersichtlich, von welcher Höhe die Abschlüsse waren, welche den gemachten Notizen zu Grunde liegen. Es ist doch wahrlich für die Beurteilung eines Kurses ein Unterschied, ob in einem Papier an einem Tage die Notiz zu stande gekommen ist auf Grund eines Umsatzes von Mk. 1000 oder am folgenden Tag auf Grund eines Umsatzes von Mk. 200 000. Unter den bestehenden Verhältnissen werden diese Umsätze dem Publikum nicht mitgeteilt, und es kann dies auch nach den Aussagen der Sachverständigen nicht geschehen.

Es besteht die technische Schwierigkeit, wie die an der Börse selbst gehandelten Beträge zur Kenntniss der Börsen-

behörde gebracht werden sollen. Wohl sind die Summen, über welche die vereidigten Makler Geschäfte abgeschlossen haben, aus den Büchern derselben ersichtlich, dagegen nicht die Beträge, welche zwischen Bankiers direkt oder durch die sog. Frankomakler¹⁾ zum Durchschnitts- oder zum Einheitskurs abgeschlossen werden; ebensowenig sind die Umsätze des freien Marktes bekannt, dessen Kurse in Berlin im Termingeschäft ebenfalls bei der Kursfeststellung berücksichtigt werden müssen.

Ein getreues Bild von den Umsätzen zu geben, welche durch Börsenbesucher erfolgen, ist auch deshalb nicht möglich, weil die Bankiers Aufträge, die sich kompensieren, nicht an der Börse ausführen lassen. Der Bankier, der Mk. 250 000 preuss. Consols zu kaufen hat und Mk. 240 000 für einen andern Kommittenten zu verkaufen hat, wird dem Makler nur einen Kaufauftrag auf Mk. 10 000 geben²⁾.

Wenn es auch gelingt, alle an der Börse selbst abgeschlossenen Geschäfte zu sammeln, so würde die Veröffentlichung der gehandelten Summen doch kein richtiges Bild von den an dem betreffenden Börsenplatz und den in dessen Bezirk stattfindenden Umsätzen liefern, weil besonders bei Anlagepapieren, Staatsschuldverschreibungen, Staatsanleihen, Pfandbriefen etc. die Geschäfte, welche nicht zur Grundlage der Notiz gedient haben, sondern erst auf Grund des ermittelten Kurses ausserhalb der Börse abgeschlossen werden, die zahlreicheren sind³⁾.

Ferner ist zu bedenken, dass es bei grossen Börsen fast unmöglich erscheint, in der kurzen Zeit, welche für die Kursfeststellung und Veröffentlichung der Notizen zur Verfügung steht, so detaillierte Angaben zu machen.

2. In den Kursnotierungen der einzelnen Börsen bestanden Verschiedenheiten mannigfacher Art; an manchen Börsen wird

¹⁾ Siehe „Salings Börsenhandbuch“ S. 23: „Es kommt nämlich sehr häufig vor, dass teils direkt, teils durch Pfuschkakler in dieser Weise (zum Kurse, oder zur amtlichen Notiz, ohne Vermittelung eines vereideten Maklers) Geschäfte abgeschlossen werden, da die Betreffenden nicht so viel Umstände haben und auch an Courtage sparen.“

²⁾ Russell S. 423.

³⁾ Samuel S. 520, Weill S. 1984.

der Preis einer Aktie, an andern der Kurs für je Mk. 100 des Kapitals notiert (z. B. Kreditaktien notierten in Berlin nach Prozenten, in Frankfurt a. M. und in Hamburg nach Stücken in Gulden). Ferner bestanden verschiedene Usancen in der Umrechnung ausländischer Valuten (z. B. 1 Dollar in Hamburg Mk. 4,50, in Berlin und Frankfurt a. M. Mk. 4,20, 1 Rubel in Berlin und Frankfurt a. M. Mk. 3,20, in Hamburg 3,30 u. s. w.). Auch die Berechnung der Stückzinsen fand zu verschiedenen Prozentsätzen statt (z. B. für die Aktien der Laurahütte werden in Hamburg 5 %, in Berlin 4 % Zins gerechnet).

Für den börsenmässigen Handel ist die Beseitigung dieser Verschiedenheiten nicht von erheblicher Bedeutung¹⁾, da der Verkehr sich daran gewöhnt hat. Dagegen im Interesse des weniger sachkundigen Publikums, das vor Missverständnissen oder Täuschung möglichst bewahrt werden soll, dürfte es gelegen sein, einheitliche Kursnotierungen an den deutschen Börsen einzuführen. Die Sachverständigen haben sich daher in grosser Anzahl für den Vorschlag der Einheitlichkeit ausgesprochen, nur wenige verhielten sich ablehnend²⁾ und sprachen die Befürchtung aus, der Börsenhandel werde sich dann noch mehr als bisher nach Berlin konzentrieren und die übrigen Börsen würden dadurch geschädigt.

Ob von einer so unbedeutenden Aenderung des Bestehenden eine solche Wirkung zu erwarten ist, erscheint doch sehr fraglich. Wenn sie aber eintreten sollte, so ist es nur billig, dass die Interessen der Börsenhändler hinter denen des Publikums zurücktreten.

¹⁾ Kopetzky S. 188 ff.

²⁾ Baer S. 858, Metzler S. 1240, Wolde S. 190, Pflaum S. 1655. Lehmann S. 1652, Cohnstaedt S. 1808—1810.



III.

Emissionswesen.

A. Entwicklung und Umfang des Wertpapierhandels.

Die Entwicklung des Handels in Wertpapieren hat sich in früheren Zeiten in Deutschland sehr langsam ausgebildet, um dann in unsrem Jahrhundert um so rapidere Fortschritte zu machen und das Versäumte mit Riesenschritten nachzuholen. Bis zu Anfang des 17. Jahrhunderts waren Wechsel fast die einzigen Wertpapiere, mit denen in Deutschland Handel getrieben wurde¹⁾, ja gegen Ende des 18. Jahrhunderts finden wir in Berlin nur Wechsel und Geldsorten notiert²⁾. In den zwanziger Jahren unsres Jahrhunderts ist der Fondshandel der Pariser Börse noch von so geringem Umfang, dass die notierten Effekten (Staatspapiere, Aktien, Obligationen) auf dem Kurszettel — einem kleinen Oktavblättchen — nicht mehr Raum einnehmen als die Geld- und Wechselkurse.

Sieht man vom Handel in Staatsschuldverschreibungen und in den Anteilen der grossen englischen und ostindischen Handelscompagnien des 17. Jahrhunderts ab, so kann man sagen, dass erst im Zeitalter der Eisenbahnen der Wertpapierhandel grössere Bedeutung erlangte. Die Bewegung ging allenthalben dahin, das zum Bau des Eisenbahnnetzes der Erde erforderliche grosse Kapital durch Aktien oder Schuldverschreibungen, die theils von Staaten, theils von Privatgesell-

¹⁾ Schönberg, „Handbuch der politischen Oekonomie“ 3. Aufl. II. Lexis S. 705. Dagegen fand — nach Ehrenbergs Forschungen — in Antwerpen bereits im 16. Jahrhundert unter Beteiligung deutscher Bankhäuser ein börsenmässiger Handel in Staatspapieren statt.

²⁾ Vgl. Struck, „Die Effektenbörse“ S. 1.

schaften ausgegeben waren, zusammenzubringen. Die Verbesserung der Transport- und Kommunikationsmittel beschleunigte ihrerseits die Entwicklung der heutigen Grossindustrie und die grosskapitalistische Organisation des Bergbaubetriebs, was wiederum die Emission von Industrie- und Montanwerten in ungeheurer Masse zur Folge hatte. Dieser völligen Umwandlung der Produktion und des Verkehrs mussten sich die Banken anpassen. Um den an sie gestellten Anforderungen gerecht zu werden, mussten sie mehr und mehr die Form der Aktiengesellschaften wählen, da der Einzelne teils wirtschaftlich zu schwach, teils zu vorsichtig war, um grosse Unternehmungen mit grossem Risiko ins Werk zu setzen. Dazu kam, dass um die Mitte unsres Jahrhunderts einerseits die Schulden der wirtschaftlich erstarkten Kulturstaaten immer grössere Dimensionen annahmen, andererseits von Natur aus entwicklungsfähige, aber wenig zivilisierte Staaten, sich kredit-suchend an den europäischen Markt wandten und dass dieser sich ihnen — nicht immer zu seinem Glück — bereitwillig erschloss, wodurch wiederum dem Börsenhandel ein grosses Material zugeführt wurde.

Im Einklang mit dieser Entwicklung macht sich mit immer grösserer Deutlichkeit die Neigung der kapitalbesitzenden Volksklasse bemerkbar, das vorhandene reale Vermögen nicht mehr im eigenen Betrieb zu verwenden oder direkt an Privatschuldner auszuleihen, sondern dasselbe mehr und mehr in die Hände von Gesellschaften juristischer Personen und Schuldner zu legen und dafür dividendentragende Geschäftsanteile und fest verzinsliche Schuldurkunden in Empfang zu nehmen¹⁾.

Die Vorteile bestanden für das Publikum darin, dass ihm auf diese Weise die Mühe der Vermögensverwaltung abgenommen oder wenigstens verringert wurde, während die Sicherheit der Anlage unter Umständen, sowie die Aussicht auf Gewinn in manchen Fällen erhöht und jedenfalls die Vermögensübertragung erleichtert wurde.

¹⁾ Vgl. Schmollers Einleitung zu den „Statistischen Anlagen“ des Enquetekommissionsberichtes.

So erklärt es sich, dass ein stets wachsender Prozentsatz des Volksvermögens in Wertpapieren angelegt wird.

Soweit diese Thatsache durch die beredte Sprache der bis jetzt aufgestellten Zahlen bestätigt werden kann, ist dies in dem statistischen Bande der Veröffentlichungen der Enquete-kommission geschehen. Robert Giffen ist auf Grund sorgfältiger Schätzungen zu dem Resultat gelangt, dass etwa 36—40 % des gesamten Vermögens der grossbritannischen Nation in einer Weise angelegt sind, dass der Wert dieses Kapitals durch die Börse festgestellt wird. Schmoller gelangt auf Grund der ihm zugänglichen statistischen Erhebungen zu dem Ergebnis, dass dieser Prozentsatz für Preussen auf 25 % fixiert werden darf¹⁾. Ferner geht aus der Steuerstatistik hervor, dass 5—7 % der Einwohner Deutschlands Kapitalrenten beziehen, d. h. von 49,4 Millionen Deutschen etwa 2 1/2—4 Millionen, von denen sicher die Hälfte, also 1 1/2—2 Millionen, Effektenbesitz haben.

Das Bestreben, Vermögen in Wertpapieren anzulegen, hat nun nicht etwa im inländischen Kapitalbedarf seine Grenze gefunden, sondern das deutsche Volk hat auch einen grossen Teil seiner Ersparnisse zum Ankauf von Aktien und Schuldverschreibungen des Auslandes verwandt. Nach Christians beziffert sich das so angelegte deutsche Kapital für 10 Jahre (1882—1892) auf nicht ganz 5 Milliarden Mark (nominal), was mit den Ergebnissen der von der statistischen Unterkommission der Börsenenquete bei den Hauptsteuerämtern in Berlin, Hamburg und Frankfurt a. M. gepflogenen Erhebungen ungefähr übereinstimmt, insofern hier etwas über 5 Milliarden fremder Werte abgestempelt wurden²⁾.

Es wurde geschätzt, dass das Verhältnis der in ausländischen Papieren angelegten Kapitalien zu den in inländischen Wertpapieren angelegten Summen für das Jahr 1883 2 : 3, für 1884—87 1 : 1, in der Hausseperiode 1888/89 dagegen nur noch 1 : 2, bzw. 1 : 4 oder 1 : 5 ist. Im Zeitraum von 1883—92 wurden in Deutschland insgesamt 8 Milliarden

¹⁾ Schmollers Einleitung zu den „Statistischen Anlagen“ S. IX.

²⁾ Ibid. S. XXI.

in inländischen, 4 Milliarden in fremden Papieren angelegt. Rechnet man zu diesen in ausländischen Wertpapieren angelegten 4 Milliarden noch die vor 1882 bereits in deutschem Besitz befindlichen „exotischen Werte“ mit etwa 4—5 Milliarden — nach Schmollers Schätzung —, sowie die durch den „freien Verkehr“ eingeführten mit $1\frac{1}{4}$ — $1\frac{1}{2}$ Milliarden, so ergäbe sich ein Gesamtbesitz Deutschlands an fremden Werten von etwa 10 Milliarden, wofür wir jährlich vom Auslande ungefähr 500 Millionen Mark Zinsen beziehen, „was für unsern Nationalwohlstand und unsre Zahlungsbilanz von grösstem Wert ist¹⁾“. Die Verschuldung des Auslandes an Deutschland erachtet Schmoller in Uebereinstimmung mit berufenen Sachverständigen, wie Russell, Winterfeldt, Cohnstaedt u. s. w., als einen Gewinn, „als ein gesundes Symptom gestiegenen Wohlstandes und der deutschen Handelsthätigkeit“. Dass die deutschen Börsen heute ebenbürtig neben denen von London, Paris und New York stehen, „kommt der ganzen Nation bis zum letzten Arbeiter zu gute, wenigstens soweit es gelungen ist, mit der Kapitalauswanderung zugleich unsern industriellen Export und die Beschäftigung von Deutschen im Auslande zu steigern“. Diesen Erfolgen gegenüber betrachtet Schmoller die Verluste, welche dem deutschen Publikum aus der Erwerbung fremdländischer Wertpapiere erwachsen sind, als das „Lehrgeld“, das für die Erreichung der Erfolge gezahlt werden musste. Es ist schwer, in die dunkle Frage, wie hoch sich dieses Lehrgeld eigentlich belaufe, Licht zu bringen; auf Grund der in der Börsenenquete ermittelten Daten ergibt sich, dass diese Kapitalverluste überschätzt zu werden pflegen. Die Beträge von Argentinern, Brasilianern, Buenos Aires, Griechen, Lissabonern, Mexikanern, Portugiesen, Serben, Northern Pacific-Werten, welche an den Hauptbörsen Berlin, Frankfurt a. M. und Hamburg im Zeitraum von 1882—92 zur Abstempelung gelangten, beziffern sich insgesamt auf 1,297 Milliarden. Nimmt man für diese einen Einkaufswert von 1,100 Milliarden und einen Kursrückgang um 66 % an, so ergibt sich ein Verlust von 7—800 Millionen, der durch den Gewinn, den Deutsch-

¹⁾ Schmollers Einleitung zu den „Statistischen Anlagen“ S. XXV.

land an andern auswärtigen Papieren gemacht hat, aufgewogen wird. „Ich glaube,“ sagt Schmoller, „allein an amerikanischen und russischen Papieren hat Deutschland 1860—1892 eine Milliarde gewonnen, abgesehen von den indirekten Vorteilen, die sich für das deutsche Geschäftsleben an diese auswärtigen Verbindungen knüpften.“

Auch die Frage, welchen Rang Deutschland in der Emissionsthätigkeit der Kulturländer einnimmt, ist in den statistischen Untersuchungen der Kommission nicht unberührt geblieben. Ein Vergleich der Gesamtemissionen der Welt nach Aufstellungen Laveleyes mit den Emissionen Deutschlands nach Christians gibt die überraschende Antwort, dass Deutschland 1883 $\frac{1}{5}$, 1888 $\frac{1}{3}$ und 1892 beinahe die Hälfte aller Emissionen zu verzeichnen habe. Dieses Resultat ist deshalb nicht ganz richtig, weil die Zahlen für die Gesamtemissionen zu niedrig gegriffen sind; immerhin lässt sich aber daraus die Bedeutung der deutschen Börsen für das Emissionsgeschäft einigermassen schätzen.

B. Die Technik des Emissionsgeschäftes.

Die verschiedenartigen Bankoperationen, welche man unter dem Begriff Emissionsgeschäft im weiteren Sinne gewöhnlich zusammenfasst, gliedern sich in folgende Hauptgruppen: Anleihegeschäft, Mitwirkung bei Gründungen und Konversionsgeschäft. Bei allen diesen Geschäftszweigen spielen die Banken die Rolle von Vermittlern zwischen den kapitalsuchenden Unternehmern bzw. Anleiheschuldnern einerseits und dem anlagesuchenden Publikum andererseits. Dieser Vermittlerstellung entsprechend sondert sich die Thätigkeit der Bankhäuser beim Emissionsgeschäft für eigene Rechnung scharf in zwei Akte:

1. die Uebernahme der Schuldverschreibungen oder Aktien und
2. deren Vertrieb an das Publikum.

Die nähere Betrachtung der ersteren Aufgabe, der Einzelheiten des Verfahrens und der vorausgegangenen Erwägungen

der Emissionsbanken würde vom eigentlichen Börsenwesen ab in das Gebiet der Technik des Bankbetriebes und zum Teil in das Aktienwesen führen und wurde daher von der Enquete-kommission unterlassen ¹⁾).

Die zweite Aufgabe jedoch, die auf den Absatz übernommener Wertpapiere gerichtete Thätigkeit der Banken, ist die „Emission“ im engeren Sinne. Die Technik des hierbei üblichen Verfahrens ist verschieden, je nachdem es sich um ein Anleihe-, Gründungs- oder Konversionsgeschäft handelt. Dabei soll im folgenden der vor Erlass des Reichsbörsengesetzes herrschende Zustand, wie er in der Börsenenquete festgestellt ist, geschildert werden. Manches ist seit dem Inkrafttreten des Börsengesetzes an diesem Zustand geändert worden. Diese Änderungen sollen hier noch nicht erörtert werden.

I. Das Anleihegeschäft.

Da das Risiko bei Uebernahme einer grösseren Anleihe für eigene Rechnung für ein einzelnes Bankhaus zu gross wäre, so erfolgt dieselbe meist durch ein Syndikat oder Konsortium, d. h. eine Vereinigung mehrerer grosser Bankhäuser, die unter der einheitlichen Führung eines ihrer hervorragendsten Mitglieder die Uebernahme und planmässige Wiederveräusserung einer übernommenen Anleihe betreiben; die Syndikatsmitglieder treten ihrerseits wieder Unterbeteiligungen an die mit ihnen in Geschäftsverbindung stehenden Provinzialbankhäuser ab, um auf diese Weise ihr ökonomisches Risiko zu verringern und die Interessen der übrigen Bankwelt in Deutschland mit dem betreffenden Geschäft zu verflechten. In noch höherem Grade als bei der Uebernahme zeigt sich die Notwendigkeit einer derartigen Organisation, wenn es gilt, eine grössere Anleihe an das Publikum zu veräussern. Soll nicht die ganze Emission kläglich Schiffbruch leiden, so erfordert gerade die „Placierung“ der Anleihe bei dem anlagesuchenden Publikum

¹⁾ Vgl. hierüber Lotz, „Die Technik des deutschen Emissionsgeschäfts“, Leipzig 1890; ferner Sattler, „Die Effektenbanken“ S. 15 bis 48, sowie Lotz, „Emissionsgeschäft“ im Handwörterb. der Staatsw. Bd. III S. 236 ff. und die dort angegebene Literatur.

die grösste Einheitlichkeit und Planmässigkeit. Zu diesem Zwecke werden besondere Einführungssyndikate gegründet, die nicht selten aus andern Mitgliedern zusammengesetzt sind, als die ursprünglichen Uebernahmesyndikate. Die nicht dem Uebernahmesyndikat angehörigen Bankhäuser, welche dem Einführungssyndikat angehören, erhalten dann eine gewisse Emissionsprovision, d. h. einen prozentualen Anteil am Erlöse der abgesetzten Stücke. Ebenso erhalten diejenigen Bankiers und Makler, welche Zeichnungen vermitteln, aber nicht als Mitglieder des Emissionssyndikats anzusehen sind, eine zwischen $\frac{1}{4}$ und $\frac{1}{8}$ % schwankende Provision. Nach Erledigung aller Vorbereitungen stehen nun dem führenden Emissionshaus zwei Wege zur Unterbringung der zu emittierenden Wertpapiere offen:

1. der freihändige Verkauf an der Börse,
2. die Auflegung zur Subskription und Einführung in den offiziellen Handel einer grösseren Börse.

Die Auflegung eines Papiere zur Zeichnung, Veröffentlichung eines Prospektes, Einführung eines Papiere an der Börse sind in Deutschland freiwillige Akte eines Emissionshauses. Es kann ebensogut dies alles unterlassen und durch freihändigen Verkauf eine Anleihe an das Publikum bringen, entweder ohne irgend welche Rechenschaft darüber abzulegen, welche Prüfungen es selbst oder irgend ein Börsenorgan über die Bonität des Papiere angestellt hat, oder unter gleichzeitiger Beantragung der Zulassung des Wertpapiere zur Börse und Einreichung eines Prospekts. Der freihändige Verkauf ohne Einführung des Papiers in den Handel einer grösseren Börse kommt mehr für Aktien und für lokale Werte in Betracht, für die Unterbringung grösserer Anleihen ist diese Methode belanglos. Der Absatz derselben kann nur gelingen, wenn mindestens eine der grösseren Börsen die Anleihe zum Handel und zur Notierung zulässt; bei sehr grossen Beträgen geht sogar das Bestreben der Emissionshäuser meist dahin, zugleich in Berlin und einigen grösseren deutschen Börsen und ebenso in London, Amsterdam und Paris und unter Umständen noch an einer Börse im eigenen Lande des Schuldners die Zulassung zum Handel zu erlangen. Zur Einführung in den offiziellen börsenmässigen Handel war in Berlin seither folgendes

Verfahren einzuschlagen. Das Emissionshaus, welches ein Papier in den Handel einzuführen beabsichtigt, hat bei dem Börsenkommissariat den Antrag zu stellen, es möge einer bestimmten Gruppe vereideter Makler der Handel in dem betreffenden Effekt gestattet werden. Dem Antrag ist ein Prospekt, d. h. eine Zusammenstellung aller Angaben, welche das Emissionshaus zur Beurteilung des Wertes des Effektes für nötig erachtet, beizufügen. Das Börsenkommissariat ernennt hierauf aus seiner Mitte einen Referenten, der das eingereichte Material prüft und weitere Angaben vom Emissionshaus fordern kann. Hierauf hat das Plenum des Börsenkommissariats nach den „Leitenden Gesichtspunkten“ zu prüfen, ob sich das Publikum aus den Angaben des Prospektes ein Urteil zu bilden vermag, wobei jedoch nicht streng an den einzelnen Erfordernissen dieser Bestimmungen festgehalten werden muss. Das Kommissariat kann grössere oder geringere Anforderungen stellen, ja es kann sogar, wenn allen Bedingungen genügt ist, dennoch die Zulassung verweigern. Ist letzteres geschehen, so kann das Emissionshaus sich beschwerdeführend an das Aeltestenkollegium wenden. Ausserdem steht an den preussischen Börsen dem Handelsminister das Recht zu, gegen Zulassung eines Papiere zu protestieren. Ist die Zulassung erfolgt, so ist damit nur ausgesprochen, dass den vereideten Maklern der Handel in dem zugelassenen Papier gestattet ist, dagegen nicht, dass nunmehr eine amtliche Notiz des Effektes stattfindet. Letztere wird von der Börsenbehörde erst dann bewilligt, wenn in dem Papiere ein regelmässiger Handel von genügendem Umfang stattfindet. Ist der Prospekt vom Börsenkommissariat genehmigt, so schreitet das emittierende Haus so schnell als möglich zur Veranstaltung der Subskription. Zunächst wird der vom Börsenkommissariat genehmigte Prospekt in Berliner Zeitungen veröffentlicht. Dies geschieht in der Weise, dass das Emissionshaus die Angaben des Prospektes lediglich als die des Anleiheschuldners, nicht als seine eigenen darstellt. Im Anschluss an den Prospekt erfolgt gewöhnlich die Aufforderung zur Zeichnung und die Veröffentlichung der Subskriptionsbedingungen. In dieser Annonce sind meist folgende Punkte enthalten: die Angabe der Zeichen-

stellen, mindestens der deutschen, des Subskriptionstages, des Preises, der Zahlungsbedingungen und etwaige Vorbehalte bezüglich der Freiheit der Zuteilung nach beendeter Zeichnung. Bei Festsetzung des Emissionstages ist es kein Hindernis, dass etwa die Schuldurkunden noch nicht fertig oder dem Emissionshaus noch nicht zugestellt sind, sondern es werden vorläufig Interimsscheine ausgegeben, die entweder vom Emissionshaus oder dem Schuldner, oder von beiden unterzeichnet sind. Dagegen könnten bei überseeischen Anleihen Schwierigkeiten entstehen, wenn der Uebnahmevertrag noch nicht definitiv ausgearbeitet und von beiden Parteien unterzeichnet wäre. Besondere Sorgfalt muss das Emissionshaus bei internationalen Anleihen der Feststellung des Subskriptionspreises widmen, da ausser der Rücksicht auf den zu erzielenden Gewinn die Verschiedenheit der Währungen und die Verschiedenheit der Zahlungstermine in Betracht zu ziehen ist ¹⁾. Einige Emissionshäuser fordern vom Zeichner eine der Höhe seiner Zeichnung entsprechende Kautions, andre behalten sich das Recht vor, eine solche gegebenenfalls verlangen zu dürfen. Ein Anrecht auf einen bestimmten Betrag der emittierten Papiere erwirbt der Zeichner nicht. Nur wenn der Abnehmer Sicherheit dafür stellt, dass er nicht Wiederverkäufer ist, sondern die Stücke zu festem Besitz wünscht, lassen sich deutsche Banken im Gegensatz zu dem in England üblichen Verfahren ²⁾ ausnahmsweise darauf ein, feste Stücke zum Emissionspreis oder etwas darunter vorher zuzusichern. In der Regel findet bei der Emission einigermaßen guter Papiere eine „Ueberzeichnung“ statt, d. h. die Summe der gezeichneten Beträge übersteigt den zur Zeichnung aufgelegten Gesamtbetrag. Für diesen Fall behalten sich die Emissionshäuser das Recht vor, die eingelaufenen Zeichnungen bei der Zuteilung der Stücke zu reduzieren; die Stücke zuteilung erfolgt nicht immer mechanisch pro rata des gezeichneten Betrages; ebensowenig erfolgt immer eine volle Berücksichtigung der kleinen und eine Reduktion nur der grossen Beträge, sondern die Emissionshäuser

¹⁾ Vgl. hierzu Lotz, „Technik des Emissionsgeschäftes“ S. 27 und 28.

²⁾ Ibid. S. 30.

pflegen die eingelaufenen Zeichnungen daraufhin zu prüfen, ob sie wahrscheinlich von Spekulanten herrühren oder von Käufern, welche dauernde Vermögensanlage beabsichtigen. Meist aus diesem Gesichtspunkt erfolgt die — dem einzelnen Zeichner gegenüber völlig in das Ermessen der Emissionshäuser gestellte — Zuteilung der Stücke.

Tritt statt einer Ueberzeichnung der Fall ein, dass es nicht gelingt, die übernommene Anleihe völlig zu begeben, so werden die übrigen Stücke entweder an ein neues Konsortium veräußert oder an die Mitglieder des Hauptsyndikats aufgeteilt; die letzteren können ihren Unterbeteiligten gegenüber wiederum von dem Rechte Gebrauch machen, die Abnahme der Stücke zu verlangen.

Nach erfolgter Zuteilung der Stücke an die Zeichner ist die Aufgabe der Emissionshäuser noch nicht immer ganz erledigt. Sie sehen sich nämlich den mancherlei an der Börse vorkommenden Manipulationen gegenüber bisweilen gezwungen, noch einige Zeit hindurch über eine gleichmässige Kursgestaltung der emittierten Papiere zu wachen. Dies geschieht am erfolgreichsten dadurch, dass die Syndikatsleitung sich einerseits einen kleinen Stückevorrat zurückbehält, um durch rechtzeitige Abgabe von Stücken eine nur vorübergehende künstliche Kurssteigerung zu verhüten; ebenso kommt es vor, dass das Emissionssyndikat auf den Markt geworfene „flottierende“ Stücke wieder aufnimmt, um durch plötzliches Angebot ein Sinken des Kurses zu verhüten. Zu dem Eingreifen nach Beendigung der Zuteilung ist das Emissionshaus besonders durch das später zu erörternde Treiben der sog. „Konzertzeichner“ genötigt.

Ist die Emission, sei es durch Verkauf sämtlicher Stücke, sei es durch Verteilung des unverkauft gebliebenen Restes an die Beteiligten, beendet, so stellt die Syndikatsleitung den Hauptmitgliedern Rechnung, ebenso diese ihren Unterbeteiligten, worauf man sich allseitig die Erklärung gibt, man betrachte das betreffende Geschäft als abgewickelt und habe Ansprüche aus demselben nicht mehr geltend zu machen.

II. Das Konversionsgeschäft.

Konversion ist die Umwandlung, welche durch Aenderung des Normalzinsfusses, insbesondere im Falle einer Zinsreduktion, oder durch Aenderung sonstiger Schuldbedingungen, z. B. der Tilgungsart erfolgt. Die Technik des Verfahrens sei auch hier an einem Beispiele veranschaulicht, und zwar sei der häufige Fall gewählt, dass eine 4 %ige Kommunalanleihe in eine $3\frac{1}{2}$ %ige umgewandelt wird.

Zunächst kündigt der Schuldner den Inhabern der 4 %igen Obligationen die Schuld zum nächstmöglichen Termine zur Heimzahlung und lässt den Gläubigern die Wahl, ob sie die Heimzahlung zum Nennwert oder den Umtausch ihrer 4 %igen Obligationen in $3\frac{1}{2}$ %ige annehmen wollen. Für diesen Umtausch gewährt der Schuldner je nach Lage des Geldmarktes entweder eine Konversionsprämie von $1-1\frac{1}{2}$ % oder es findet keine besondere Vergütung statt oder es wird sogar ein kleines Aufgeld verlangt. Das Bankhaus oder das Konsortium, mit welchem sich der Anleiheschuldner schon vor der Aufforderung zur Konversion über die Bedingungen der Uebernahme des gesamten Geschäftes geeinigt hat, nimmt die Abstempelung oder den Umtausch der 4 %igen in $3\frac{1}{2}$ %ige Stücke vor und bezieht für seine Mühewaltung vom Anleiheschuldner eine Provision auf die zur Konvertierung angemeldeten Stücke; ausserdem erhält das Bankhaus die neu auszugebenden $3\frac{1}{2}$ %igen Stücke etwas unter dem Marktpreis zum Weiterverkaufe. Die Abfindung der nicht in die Zinsreduktion willigenden Gläubiger ist dem Bankhaus überlassen. Der Vertrieb der nicht zur Konvertierung gelangten Stücke ist ebenfalls Aufgabe des Bankhauses und geschieht meist durch freihändigen Verkauf. Soll aus irgend einem Grunde die Einführung der betreffenden Papiere an der Berliner Börse erfolgen, so ist bei Papieren, welche vor der Konversion bereits zum Handel zugelassen waren, ein Prospekt nur dann vorzulegen, wenn mit der Zinsherabsetzung zugleich eine Erhöhung des Kapitals verbunden war.

III. Das Gründungsgeschäft.

Seit der Aktiengesetznovelle vom 18. Juli 1884 ist in der Technik des Gründungsgeschäftes eine Wandlung erfolgt. Die

Erscheinung, dass völlig neue Unternehmungen in Form der Aktiengesellschaft errichtet und deren Aktien sofort in Verkehr gebracht werden, ist seltener geworden; das Gründungsgeschäft, wie es heute betrieben wird, besteht meist in der Umwandlung bereits bestehender Betriebe in Aktiengesellschaften, also in der Aenderung der juristischen Betriebsform bestehender Unternehmungen. Es liegt ausserhalb des Rahmens dieser Schrift, alle Spielarten des Gründungsgeschäfts zu schildern, es mag hier genügen, den Fall einer Umgründung in seinen allgemeinen Grundzügen zu schildern. Verfolgen wir den Hergang einer Umgründung in ihren einzelnen Phasen, so fällt uns schon im ersten Stadium, bei Uebernahme des Betriebes durch das Bankhaus, folgende durch das Aktiengesetz geschaffene Aenderung des früheren Zustandes ins Auge. Anfangs der siebziger Jahre war bei einer Umgründung das Bestreben des Vorbesitzers darauf gerichtet, seinen Besitz möglichst teuer an die Aktiengesellschaft zu veräussern. Die bei der Gründung beteiligten Bankhäuser hatten sich nicht selten mit dem Vorbesitzer über die Teilung des so erzielten Gewinnes geeinigt und liessen die zu hohe Taxation ruhig geschehen; die Emission der Aktien erfolgte dann meist *al pari*, da die Beteiligten ihren Gewinn bereits vorher gemacht hatten. Seit der Aktiennovelle muss der Gewinn in andrer Richtung gesucht werden, da das Aktiengesetz genaue Vorschriften bezüglich der Uebernahme der bisherigen Werte, der sog. *Illaten*, bezüglich der Veranschlagung derselben durch Unparteiische und bezüglich der Zuweisung eines bei der Gründung selbst erzielten Aufgeldes an den Reservefonds trifft. Der Gewinn, den der mit Aktien entschädigte Vorbesitzer und das gründende Bankkonsortium unter dem Aktiengesetz erzielen können, besteht hauptsächlich in der Differenz des Preises der zum Nennwert übernommenen Aktien und des zu erzielenden Verkaufspreises derselben. Die Bestimmung des Verkaufspreises ist nicht wie bei einer Anleihe ein blosses Rechenexempel, sondern muss mannigfachen Umständen Rechnung tragen: der Stimmung des Publikums, der jeweiligen Börsen- und Marktlage, den Verhältnissen des Geldmarktes, politischen Verhältnissen etc. Der Verkauf von Aktien eines neu gegründeten

Unternehmens unterliegt in Deutschland einer weitgehenden Verantwortung, die in einem späteren Kapitel näher zu betrachten ist. Zum Verkauf stehen dem Bankkonsortium auch hier wieder zwei Wege offen: entweder die Aktien werden zur Subskription zu einem festen Subskriptionskurs aufgelegt und in den offiziellen Börsenhandel eingeführt oder die Aktien werden allmählich freihändig an der Börse oder mit Umgehung der deutschen Börsen — wie bei den Goldminenaktien — direkt ans Publikum verkauft. Der freihändige Verkauf, besonders ohne Einführung der Aktien an einer grösseren inländischen Börse ermöglicht leicht Kurstreibereien und unredlichen Gewinn und kann dem kaufenden Publikum sehr gefährlich werden, wie sich bei Betrachtung der Sachverständigenaussagen zeigen wird. Wird hingegen die Einführung in den offiziellen Handel der grösseren deutschen Börsen erstrebt, so hat das emittierende Bankhaus dem Börsenkommissariat in Berlin — wie bei Anleihen — einen Prospekt einzureichen, der ebenfalls nach den „leitenden Gesichtspunkten“ geprüft wird. Ist derselbe genehmigt, so ist das weitere Verfahren ähnlich dem beim Anleihegeschäft geschilderten. Nur die zur Ueberwachung der anfänglichen Kursgestaltung vom Emissionshaus getroffenen Massregeln weisen eine besondere Eigentümlichkeit auf. Um dem Treiben derjenigen Zeichner oder Käufer, welche die Aktien nur zum baldigen Wiederverkauf mit Kursgewinn erworben haben, entgegenzuwirken, fügen die Emissionshäuser dem Prospekt häufig eine Klausel des Inhalts bei, diejenigen Zeichner, welche sich verpflichteten, ihre Aktien vor einer gewissen Zeit nicht an den Markt zu bringen, sollten bei der Zuteilung der Stücke oder in den Zahlungsbedingungen bevorzugt werden. Diese Massregel wird vom Emissionshaus besonders dann ergriffen, wenn es noch Stücke unter der Hand verkaufen will, und sie hat den Zweck, das auf dem Markt neben der Emissionsfirma konkurrierende Angebot zu verringern. Die „Sperrungen“ sind jedoch eine zweischneidige Waffe; die für und wider dieselben vorgebrachten Argumente sind an späterer Stelle wiedergegeben.

Zum Betrieb des Emissionsgeschäftes gehört schliesslich noch die Mitwirkung bei Erhöhung des Grundkapitals bestehen-

der Aktiengesellschaften. Die Erhöhung des Aktienkapitals vollzieht sich nicht selten ohne Mitwirkung von Banken; letztere wird aber erforderlich, wenn es fraglich ist, ob die Neuemission bei den Anteilseignern der Aktiengesellschaft allein unterzubringen ist, oder wenn die neuen Aktien sofort an der Börse eingeführt werden sollen, oder wenn es gilt, zu einem naheliegenden Termin grössere Summen mit Sicherheit aufzubringen. Das Emissionshaus oder Bankkonsortium übernimmt¹⁾ von der Aktiengesellschaft die gesamte Neuemission zu einem festen Preise und verpflichtet sich, den alten Aktionären die Ausübung ihres Bezugsrechtes zu ermöglichen. Diese geschieht in der Weise, dass die alten Aktien bei den beteiligten Banken eingereicht und abgestempelt werden, wobei der Kaufpreis für die „jungen Aktien“ ganz oder teilweise zu entrichten ist. Soweit die Bezugsrechte nicht ausgeübt werden oder überhaupt nicht bestehen, übernimmt das Bankkonsortium die neuen Aktien. Soll die Einführung derselben in den Börsenhandel erfolgen, so gelten in Berlin bezüglich des Einführungsprospektes ausser dem betreffs der Einführung von Aktien überhaupt Gesagten noch die für diesen speziellen Fall getroffenen Bestimmungen der „leitenden Gesichtspunkte“. Im übrigen weist der Vertrieb der neuen Aktien, im Vergleich zu dem von Aktien überhaupt, keine besonderen Eigentümlichkeiten auf.

Mit den angeführten Beispielen sind keineswegs alle oder auch nur die hauptsächlichsten Fälle der Emissionsthätigkeit der Banken erschöpft. Das Verfahren derselben weist unendliche Verschiedenheiten auf, die ihre Ursache haben können in der Güte, dem Rang und „Emissionskredit“ des Emissionshauses, in dem Publikum, an das sich die Emission wendet, in den Verhältnissen und Bestimmungen der Börse, an welcher die Einführung stattfinden soll, in der Lage des Marktes und dem Geldstande, in politischen Verhältnissen, in der Bonität

¹⁾ Auch bei diesem Geschäftszweig sind natürlich mancherlei Abmachungen und verschiedenartige Methoden möglich, die hier nicht alle aufgezählt werden können.

der zu emittierenden Papiere und schliesslich in deren Gattung; das Bankhaus wird verschieden verfahren, je nachdem es sich um die Emission von Bank-, Industrie- oder Eisenbahnaktien, ferner je nachdem es sich um in- oder ausländische Wertpapiere handelt. Eine erschöpfende Darstellung der Technik des deutschen Emissionswesens zu geben, ist auch nach der Börsenenquete ganz unmöglich, da sich deren Untersuchungen gerade auf diesem Gebiete am wenigsten auf thatsächliche Feststellungen erstreckten, sondern mit den vernommenen Sachverständigen fast ausschliesslich Erörterungen de lege ferenda gepflogen wurden. Ein flüchtiger Blick in den Fragebogen der Enquetekommission genügt, um dies zu beweisen. Von den auf das Emissionswesen bezüglichen Fragen lautet eine, ob sich die Zulassungsbedingungen zum Handel und zur Notiz bewährt haben; acht weitere Fragen lauten: „Soll diese oder jene Reform eingeführt werden?“ und zwei lauten zur Abwechslung: „Empfiehl es sich?“ und „Ist diese oder jene Einrichtung einzuführen?“ Dass bei einem derartigen Verfahren die Ausbeute an thatsächlichen Ergebnissen ungenügend werden musste, war vorauszusehen. Die thatsächlichen Zustände kamen in den Aussagen der Sachverständigen nur so weit zur Sprache, als sie zur Motivierung ihrer Reformvorschläge dienten.

C. Die zur Zeit der Börsenenquete geltenden Grundsätze der deutschen Börsen bei Zulassung von Papieren zum Handel und zur Notiz.

Die Zustände, welche wir zur Zeit der Börsenenquete vorfinden, sind folgende:

Berlin.

Die Zulassung zum Handel und zur Notiz wird hier vom Börsenkommissariat ausgesprochen. Dasselbe wird vom Ältestenkollegium in einer dem Bedürfnis entsprechenden Anzahl ernannt ¹⁾. Das formelle Verfahren bei der Zulassung der

¹⁾ § 11 der revidierten Berliner Börsenordnung.

Anträge ist bereits geschildert. Die Grundsätze, nach welchen die Prüfung des Prospektes erfolgt, sind die sog. „leitenden Gesichtspunkte“. Sie haben sich aus der Praxis des Börsenkommissariats ergeben und sind nicht feststehende Normen, sondern nur eine geordnete Zusammenstellung der ursprünglich nur lose und in einzelnen Beschlüssen des Kommissariats niedergelegten Grundsätze, welche man veröffentliche, „damit sie allen Interessenten als Anhalt dienen“ ¹⁾.

Das Börsenkommissariat tritt nicht in eine materielle Prüfung der Bonität eines Effektes ein, sondern beschränkt sich darauf, zu untersuchen, ob das im Prospekt Gesagte genügt, damit sich das Publikum ein eigenes Urteil bilden könne, und ob das Gesagte mit der Wahrheit übereinstimme. Frentzel vergleicht die Aufgabe der Zulassungsbehörde treffend mit der eines Untersuchungsrichters, da sie vor das Forum des Publikums nur das Material zu bringen habe, auf Grund dessen das Publikum sein Urteil fälle. Diesem Standpunkt entsprechend sind die in den „leitenden Gesichtspunkten“ aufgestellten Erfordernisse meist formeller Natur. Sie zerfallen in allgemeine, für alle einzuführenden Wertpapiere gültige Bestimmungen und in spezielle Voraussetzungen für die einzelnen Kategorien von Wertpapieren. Zu den ersteren gehört:

1. In Berlin ist eine Zahlstelle für Zinsen, Dividenden und zurückzuzahlende Stücke zu errichten.

2. Die einzuführenden Papiere müssen vollgezahlt sein, Versicherungsgesellschafts- und gesetzmässig liberierte Aktien, sowie „einzelne besonders geeignete Fälle“ ausgenommen.

3. Bei Konversionen, die mit einer Kapitalserhöhung verbunden sind, ist ein Prospekt erforderlich.

4. Bei ausländischen Papieren hat sich das einführende Haus mit dem Börsenkommissariat über den Umrechnungskurs der fremden Valuta zu verständigen.

5. Dem Referenten des Börsenkommissariats müssen die zur Prüfung des Prospektes erforderlichen Unterlagen mindestens einen vollen Kalendertag vor der Sitzung des Kommis-

¹⁾ Referat Frentzels, Sitzungsprotokolle S. 98.

sariats eingereicht werden, wenn möglich mit einem Originalstück des einzuführenden Effektes.

Der zweite Teil der „leitenden Gesichtspunkte“ enthält die speziellen Bestimmungen für die in 14 Kategorien geschiedenen Wertpapiere. Schuldverschreibungen des Deutschen Reiches und des preussischen Staates bedürfen keines Einführungsprospektes. Was die einzelnen übrigen Papiere betrifft, so kann hier auf eine Wiedergabe der einzelnen Bestimmungen verzichtet werden, da der Kommissionsbericht einen wörtlichen Abdruck und eine eingehende Besprechung der „Leitenden Gesichtspunkte“ enthält ¹⁾.

Wir beschränken uns hier auf die Darstellung der Zulassungsbedingungen für ausländische Anleihen und für Aktien inländischer Industriegesellschaften, da sich hauptsächlich auf diesen Gebieten Missstände gezeigt haben. Für ausländische Anleihen soll der Prospekt eine Uebersicht des letzten — ordentlichen, wie ausserordentlichen — Budgets und Mitteilung des Schuldenstandes enthalten; das Gesetz oder Privilegium, auf welchem die Berechtigung zur Ausgabe der Schuldverschreibungen beruht, ist im Prospekt zu bezeichnen; alle diese Angaben sind dem Börsenkommissariat durch Belege glaubhaft zu machen. Wenn möglich, soll der Prospekt Aufschluss über den Verwendungszweck der Anleihe geben. Im Falle der Spezialsicherung der Anleihe durch Einnahmen aus Zöllen, ist über die Form der Sicherstellung und die bisherigen Erträge des Sicherstellungsobjektes Auskunft zu geben. Bei gleichzeitiger Emission an verschiedenen Plätzen muss gesagt werden, welche Interimsscheine in Berlin kostenlos umgetauscht werden.

Wenn möglich, ist dem Börsenkommissariat der Stücktext mitzuteilen. Ferner ist anzugeben: die Valuta, der Umrechnungskurs für Zins- und Kapitalzahlung, die Art der Tilgung der Schuld, der Prozentsatz und die Zinstermine, etwaige bei Zins- und Kapitalzahlung erfolgende Abzüge, der für den Handel an der Börse festgesetzte Umrechnungskurs, die Verjährungsfristen für Kapital und Zinsen; und endlich ist auch

¹⁾ Bericht der Enquetekommission S. 46 ff.

mitzuteilen, auf welche Abschnitte die Stücke lauten, ob sie auf den Inhaber oder auf den Namen ausgestellt sind.

Bei Einführung von Aktien inländischer Industriegesellschaften muss der Prospekt ausser den erwähnten allgemeinen Erfordernissen der Vollzahlung und einer Zahlstelle in Berlin Aufschluss geben über die bisher erzielten Dividenden des Unternehmens auf längstens 5 Jahre zurückgerechnet, über Errichtungsvertrag, Konzession oder Privilegium der Aktiengesellschaft und ihre rechtliche Natur als solche, ferner über den Tag der Eintragung ins Handelsregister, wofür dem Kommissariat beglaubigtes Beweismaterial vorzulegen ist, über die Abschnitte der Aktien und ob solche auf Namen oder Inhaber lauten, ferner über Gegenstand, Domizil, Dauer und Geschäftsjahr der Gesellschaft, über die Höhe des Gesamtkapitals und die Höhe des zu emittierenden Betrages, über das Verhältnis der von der Gesellschaft ausgegebenen verschiedenen Gattungen von Aktien zu einander in Bezug auf Dividendenzahlung und etwaige Liquidation, über das Rechtsverhältnis etwaiger Genussscheine, über die Höhe der Hypotheken und Obligationsschulden, über die Tilgungsart derselben und die Fälligkeitstermine, und über die statutarischen Grundsätze der Bilanzierung und Gewinnverteilung; die Persönlichkeiten des Aufsichtsrates und Vorstandes müssen namhaft gemacht werden. Besonders wertvoll sind ferner folgende Bestimmungen: etwaige Rechte der ersten Zeichner oder sonstige Bezugsrechte und andere „besonders wichtige und ungewöhnliche Bestimmungen des Statuts“ müssen im Prospekt bekannt gegeben werden. Es soll ferner, wenn die Vergangenheit der Gründung nicht ganz klar ist, das Publikum hierüber dadurch informiert werden, dass der Prospekt das Wesentliche der in Art. 209 b und 209 g des Aktiengesetzes vom 18. Juli 1884 bezeichneten Klarstellungen enthält, d. h. dass im Prospekt jeder zu Gunsten einzelner Aktionäre bedungene besondere Vorteil, alle von Aktionären nicht in bar gemachten Einlagen, die von der Gesellschaft übernommenen Vermögensstücke, der Gründungsaufwand samt der Gründererklärung des Art. 209 g dem wesentlichen Inhalt nach und mit Namensnennung wiedergegeben werden müssen. Ausserdem müssen im Prospekt die Geschäftsergebnisse der beiden

letzten, der Gründung vorhergegangenen Jahre angegeben werden. Bemerkenswert ist, dass das Börsenkommissariat von der Veröffentlichung der besonderen Gründungsvorgänge absehen kann, wenn „seit Gründung der Gesellschaft bereits ein Betriebsjahr verflossen ist, und die Bilanz dieses Betriebsjahres mit hinreichend spezifizierten Ziffern und mit Gewinn- und Verlustconto im Prospekt publiziert ist“.

Analog den hier wiedergegebenen Bestimmungen für auswärtige Anlehen und inländische Aktien sind die Bestimmungen für die übrigen Gattungen von Wertpapieren gestaltet.

Nach diesen meist formalen Gesichtspunkten prüft das Börsenkommissariat den Prospekt und seine Unterlagen und kann nach seinem diskretionären Ermessen von dem einen oder andern Punkte absehen und in andern Fällen weitergehende Anforderungen stellen. Die Zulassung kann auch aus innerlichen, zur Mitteilung an die Interessenten nicht geeigneten Gründen verweigert werden. Von diesem Recht hat das Börsenkommissariat mehrfach Gebrauch gemacht. „Es ist mir,“ sagt der Sachverständige Salomon¹⁾, „z. B. im Gedächtnis: eine Gründung eines Königstadt-Bauvereins, dann eine Ziegeleigesellschaft und eine amerikanische industrielle Gesellschaft. Die bulgarische Anleihe hatten wir abgelehnt, weil die staatlichen Verhältnisse Bulgariens nicht festgestellt waren, und so sind eine ganze Anzahl von Prospekten von uns abgelehnt worden.“ Wenn die Fälle der Zurückweisung von Anträgen verhältnismässig selten sind, so erklärt sich dies nach den Aussagen der Sachverständigen²⁾ daraus, dass die zu erfüllenden Anforderungen genau präzisiert und dem Emissionshaus bekannt sind, weshalb dieses Anträge, die den Bedingungen nicht genügten, schon in seinem eigenen Interesse unterlasse; ferner dringe die Ablehnung von Anträgen meist nicht in die Öffentlichkeit, da sie gewöhnlich in der Form geschehe, dass man dem Emissionshaus nahe lege, das Gesuch zurückzuziehen.

Mit der Zulassung zum Handel ist in der Regel die Zu-

¹⁾ Mitglied des Börsenkommissariats der Berliner Fondsbörse — Stenogr. Ber. S. 1096.

²⁾ Kopetzky S. 18, Kaempff S. 779, Salomon S. 1096 u. a.

lassung zur nichtamtlichen Notiz im nichtamtlichen Teile des offiziellen Kursblattes verknüpft. Gewinnt das Börsenkommissariat durch Einsicht der Bücher der vereideten Makler die Ueberzeugung, dass sich in dem zugelassenen Papier ein „regelmässiger Verkehr“ entwickelt hat, so erfolgt als letztes Stadium die Zulassung des Effektes zur amtlichen Notiz, d. h. die Aufnahme in den amtlichen Teil des Kurszettels. Die Zulassung erfolgt meist auf Antrag der Emissionsfirma, und zwar nicht durch das Börsenkommissariat, sondern durch das Aeltestenkollegium. Doch kann die Zulassung zur amtlichen Notiz auch durch das Aeltestenkollegium ex officio auf Antrag des Börsenkommissariats erfolgen, und zwar bei Effekten, bei welchen die einführenden Firmen die Stellung eines Antrages unterlassen haben, bei welchen aber die Aufnahme in den amtlichen Kursbericht dem Börsenkommissariat zweckmässig erscheint.

Frankfurt a. M.¹⁾.

Hier entscheidet die Handelskammer über die Zulassung neuer Effekten zum Handel und zur Notierung im öffentlichen Kursblatt. Der einzureichende Prospekt wird geprüft nach „Leitenden Gesichtspunkten“, welche mit den für die Berliner Börse geltenden fast völlig übereinstimmen. Es ist auch hier dem diskretionären Ermessen der Handelskammer überlassen, gegebenen Falles weitergehende Anforderungen zu stellen oder die Zulassung ohne Angabe von Gründen zu verweigern. Bemerkenswert ist, dass hier bei der Zulassung von Papieren auch den Interessen der Börse und des lokalen Bankiergewerbes Rechnung getragen wird, indem die Handelskammer auch die Frage prüft, ob bei der Emission der Frankfurter Platz gebührend berücksichtigt worden ist. Ferner wird ein Mindestkapital von 1 Million gefordert. In den seltenen Fällen²⁾ der Zurückweisung eines Antrages wird ebenso verfahren wie in Berlin.

¹⁾ Vgl. „Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslandes“ S. 26; ferner v. Guaita S. 801/2, Metzler S. 1114 und Puls, „Börsenhandbuch“.

²⁾ „Aus meiner Praxis kann ich nur angeben, dass in einem einzigen Fall beschlossen worden ist, dem Emittenten zu empfehlen, die Emission aufzugeben.“ Stenogr. Ber. v. Guaita S. 801.

H a m b u r g ¹⁾.

Genehmigung der Zulassung zum Handel ist hier nicht erforderlich, da es keine vereideten Makler gibt. Ueber die Zulassung zur Notierung im offiziellen Kurszettel entscheidet die Sachverständigenkommission, bestehend aus neun von der Handelskammer gewählten Mitgliedern; als erforderlich wird angesehen, dass von den betreffenden Emissionsfirmen ein Prospekt veröffentlicht wird, welcher die in Betracht kommenden Verhältnisse klar legt, „keine Verschleierungen“ enthält und in der Regel von dem Aussteller des Papiere und von der Emissionsfirma „zur Bekräftigung des Inhalts“ unterzeichnet ist. Bei Gesellschaften ist ausser einem Prospekt das Statut, der letzte Jahresbericht, bzw. eine Eröffnungsbilanz einzureichen; die Emissionsfirma muss sich verpflichten, Interimscheine kostenfrei umzutauschen, Coupons etc. in Hamburg zahlbar zu stellen und das Verhältnis des emittierten Betrages zum Gesamtaktien- oder Anleihekapital anzugeben; ausserdem müssen nachweislich erheblichere Umsätze stattgefunden haben. Weitere Bedingungen sind für die Hamburger Börse nicht fixiert. Die Kommission prüft jeden Antrag „weniger nach seiner materiellen, inneren Berechtigung, indem sie vielmehr den Grundsatz verfolgt, dem Publikum selbst zu überlassen, sich über den Wert des zur Notiz zugelassenen Papiere ein eigenes Urteil zu bilden“ (Usancen, S. 19). Auf welchem Wege die Hamburger Sachverständigenkommission dieses Ziel zu erreichen sucht, welche Anforderungen sie an die einzelnen Gattungen von Wertpapieren thatsächlich stellt, geht aus den Untersuchungen der Börsenkommission nicht hervor. Abgesehen von den oben wiedergegebenen Bedingungen verfährt hier die Sachverständigenkommission in der Prüfung des Prospektes völlig nach ihrem Belieben. „Es ist,“ sagt der Sachverständige Schinckel²⁾, „wiederholt vorgekommen, dass Sachen abgelehnt sind, die nach meiner Ansicht abgelehnt werden mussten. Auf

¹⁾ Siehe „Allgemeine Usancen für den Effektenhandel“, gültig vom 1. Januar 1892, S. 16, 18, 19. Ferner Stenogr. Ber. Hinrichsen S. 628, Schinckel S. 1099/1100.

²⁾ Stenogr. Ber. S. 1100.

der anderen Seite habe ich die Erfahrung gemacht, dass die Herren sich mit der grössten Sorgfalt auch mit den kleinsten Sachen beschäftigt haben.“ Ferner: „Bei weitem der grösste Teil unsolider Papiere, welche an unserer Börse gehandelt werden, werden nicht notiert und haben diesen Weg nicht passiert.“

Da eine Zulassung zum Handel nicht erforderlich ist, so hat sich hier ein recht bedenklicher Handel entwickelt in Papieren, „von denen man gar nicht erst versucht hat, sie zur Notiz zu bringen, für die gar kein Prospekt erschienen ist und in denen sich dennoch ein Handel eingebürgert hat durch Agenten, denen man ja natürlich doch an der Börse nicht verwehren kann, so gut wie sie Butter und Käse anbieten, auch Goldshares anzubieten“. Die Notierungen für derartige Papiere erscheinen dann einfach in Zeitungen statt im amtlichen Kursblatt.

Bremen ¹⁾).

Ueber die Zulassung neuer Effekten zur amtlichen Notierung entscheidet die Sachverständigenkommission. Das Verfahren ist ähnlich dem in Berlin bestehenden. „Wir haben uns,“ sagt der Sachverständige Wolde, „vollkommen an die Berliner Bedingungen angelehnt, ohne irgend welche wesentliche Abänderungen vorzunehmen.“ Die „Leitenden Gesichtspunkte“ stimmen fast wörtlich mit den in Berlin geltenden überein; von einzelnen Erfordernissen, die ausdrücklich bezeichnet sind, kann die Kommission absehen. Bemerkenswert ist hier noch folgendes: § 31 der Usancen sagt: „Wenn bei Einführung eines Wertpapiers ein Prospekt veröffentlicht werden soll, so muss dieser Prospekt, andernfalls müssen Angaben über das einzuführende Objekt eingereicht werden.“ Diese „Angaben“ müssen alles das enthalten, was in Berlin im Prospekt gefordert wird. Das Material, auf Grund dessen man sich ein Urteil über den Wert eines Papiers bilden kann, muss in Bremen wohl zur Kenntnis der Börsenbehörde, aber nicht zu der des Publikums gebracht werden, denn die Ver-

¹⁾ Vgl. „Usancen der Bremer Fondsbörse“ und Stenogr. Ber. Wolde S. 351/52.

öffentlichung eines genehmigten Prospektes ist hier nicht vorgeschrieben.

Eine weitere Abweichung vom Berliner Verfahren besteht darin, dass die Sachverständigenkommission verpflichtet ist, eine etwaige Verweigerung der Zulassung zur Notiz schriftlich zu motivieren; das gleiche gilt, wenn weitergehende Anforderungen gestellt werden, als sie die „Leitenden Gesichtspunkte“ enthalten. Schliesslich ist noch die Bestimmung des § 45 der Usancen zu erwähnen, dass Wertpapiere, welche an der Berliner, Frankfurter, Hamburger oder Londoner Börse notiert werden, auch ohne Einreichung eines Prospektes, bezw. ohne entsprechende Angaben seitens des Antragstellers zur Notiz zuzulassen sind.

Dresden.

Ueber die dortigen Zustände sagt der Sachverständige Arnhold¹⁾: „In Dresden haben wir auch einen Prospektzwang. Der Börsenvorstand hat sich aber um den Inhalt der Prospekte selbst niemals gekümmert, sondern er hat einfach den Prospekt, wie er ihm vom Emissionshaus vorgelegt wurde, genehmigt und seine Drucklegung gestattet.“ — „Die Bestimmungen (über die an den Prospekt zu stellenden Anforderungen) sind in den Vorstandssitzungen beschlossen worden, aber sie sind noch nicht endgültig geregelt, und zwar gerade mit Rücksicht auf die Börsenenquete.“ Bekanntlich haben die Beratungen der Enquetekommission erst am Ende des Jahres 1893 geendet; noch während sie tagte, ist für die Dresdener Börse am 27. April 1893 eine „Ordnung für die Aufnahme neuer Wertpapiere in den Kurszettel“ erlassen worden. Hiernach ist der Antrag auf Aufnahme neuer Wertpapiere in den Kurszettel von einer der Börse als Mitglied angehörenden Firma an den Börsenvorstand zu richten, wobei ein Einführungsprospekt nebst Anlagen einzureichen ist. Das Verfahren bei der Prüfung des Prospektes, sowie die an denselben zu stellenden Anforderungen sind durchaus dem in Berlin bestehenden Zustande nachgebildet. Bemerkenswert ist nur die Bestimmung, dass das Gesamtkapital bei Aktien nichtsächsischer Gesellschaften mindestens 500 000 M., für alle

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 354.

übrigen Wertpapiere mindestens 300 000 M. betragen muss; von dieser Bestimmung sind ausgenommen: sächsische Stadtanleihen und die Papiere gemeinnütziger Unternehmungen.

Leipzig ¹⁾.

Der Antrag auf Aufnahme neuer Wertpapiere in den Kurszettel war schriftlich an die I. Abteilung des Börsenvorstandes zu richten; er musste von mindestens drei an der Fondsbörse vertretenen Firmen unterschrieben sein. „Die Antragsteller haben auf Verlangen die zur Beurteilungen des Wertpapiere nötigen Unterlagen beizubringen.“ — „Ein Prospekt,“ sagt der Sachverständige Arnhold, „wird nicht verlangt. Bei Aktien liegt diese Beurteilung lediglich in der laufenden Preisbildung. Bei Aktiengesellschaften werden die Statuten und der Geschäftsbericht des letzten Jahres verlangt. Bei neugegründeten sind die zur Beurteilung nötigen Unterlagen zu beschaffen, und steht es dem Börsenvorstand frei, deren so viel zu verlangen, als er für nötig hält.“ — „Der Börsenvorstand verlangt fast regelmässig alle Grundlagen zur Beurteilung, nur wenn er selbst aus eigener Kenntnis genügend orientiert ist, kann er darauf verzichten.“ Wir haben also hier eine Börse, bei der es allein dem Ermessen des durch keinerlei Vorschriften gebundenen Börsenvorstandes und der Gewissenhaftigkeit und Einsicht der mit diesem Amte betrauten Leute überlassen war, ob ein Papier an der Börse Kurs haben soll oder nicht. Welche Erfahrungen man mit diesem eigenartigen, gewiss nähere Prüfung fordernden Zustand gemacht hat, darüber geben die dickleibigen Bände der Börsenenquete keinen Aufschluss. Man muss sich mit dem Zeugnis des Sachverständigen Arnhold begnügen: „Diese Einrichtungen haben sich im grossen und ganzen bewährt.“

München.

Die Münchener Börse war ein aus etwa 600 Kaufleuten bestehender Verein rein privaten Charakters; alljährlich wurde ein aus neun Personen bestehender Vorstand gewählt. Auf Antrag einer dem Verein angehörenden Bank kann die Ko-

¹⁾ Siehe „Ordnungen und Handelsgebräuche der Leipziger Börse“, im Auftrage der Handelskammer herausgegeben, S. 61 und Stenogr. Ber. Favreu S. 623.

tierung von Effekten im öffentlichen Kursblatt unter Berücksichtigung der jeweiligen Vorschriften von der Vorstandschaft zugelassen werden ¹⁾. Diese „jeweiligen Vorschriften“ waren nicht fixiert und gedruckt, sondern es ist, wie in Leipzig, „alles dem Ermessen des Vorstandes anheim gegeben.“ „Bei allen Anträgen ²⁾ gelangen die Prospekte mit allen Belägen, wie der Vorstand dies bestimmt, an dasjenige Mitglied, das mit dem betreffenden Gegenstand am besten vertraut sein kann, als Referent, und es ist namentlich in den letzten Jahren die Prüfung ziemlich streng gehandhabt worden, so dass mir auch Fälle bekannt sind, wo Papiere zurückgewiesen wurden.“ Tatsächlich soll sich der Börsenvorstand bei der Prüfung des Prospektes an die Berliner Leitenden Gesichtspunkte halten und deren Bestimmungen „nahezu ausnahmslos adoptiert“ haben. „Ich selbst,“ sagt Finck, „habe jahrelang in den betreffenden Kommissionen mitgewirkt, und wir waren stets einig darüber, uns den Bestimmungen und Usancen, welche hier in Berlin geltend sind, anzuschliessen.“ In Berlin oder Frankfurt notierte Papiere können in München nach Ermessen des Börsenvorstandes ohne weiteres die Notiz erlangen. Während der Börsenenquete ³⁾ wurde die Bestimmung getroffen, der vom Börsenvorstand genehmigte Prospekt solle vor der Einführung des Papiere in der Weise veröffentlicht werden, dass er einer Auflage des Börsenkursblattes beigegeben werde. Eine Verpflichtung zur Veröffentlichung des Prospektes scheint also für das Emissionshaus bis dahin nicht bestanden zu haben. Die Thatsache, dass gerade in München eine Reihe recht zweifelhafter Wertpapiere notiert werden, und der etwaige Zusammenhang dieser Erscheinung mit dem dortigen Verfahren, waren Dinge, welche die Enquetekommission nicht weiter untersuchte. Man begnügte sich, mit dem über die Münchener Börsenverhältnisse vorzüglich orientierten Sachverständigen Finck, das vorgeschriebene Pensum, den Fragebogen, zu erledigen.

¹⁾ § 1 der „Normativbestimmungen für das Kotierungswesen“ in den „Bestimmungen für die Münchener Börse“ S. 39.

²⁾ Finck S. 1112.

³⁾ Am 10. Mai 1893, siehe „Bestimmungen für die Münchener Börse“ S. 39.

Stuttgart¹⁾.

„Die Entscheidung über die Zulassung von Wertpapieren zur Notiz findet durch eine Delegation des Börsenausschusses statt, die gebildet wird durch den Vorsitzenden, den stellvertretenden Vorsitzenden und einige Mitglieder des Börsenausschusses.“ — „Wenn ein Papier zur Notierung gelangen soll, so verlangt er die Einreichung eines Prospektes, die Einreichung der Gründungsakten, und unter Umständen sucht er noch andere Informationen zu erlangen, um darüber schlüssig zu werden, ob das betreffende Papier notiert werden darf.“ Die Prüfung des Prospektes bei neu einzuführenden Papieren erfolgt auch hier hauptsächlich nach den Frankfurter bzw. Berliner Bestimmungen. „Die Normen, welche dort in den letzten Jahren eingeführt wurden, werden auch in Stuttgart als massgebend betrachtet.“ Nun findet sich aber an der Stuttgarter Börse „eine grosse Anzahl von Papieren, von welchen lediglich die Emission stattfand, ohne dass auf Kursnotierung überhaupt Wert gelegt worden ist“. „In der Regel,“ sagt v. Pflaum, „sind die Prospekte schon veröffentlicht, ehe die Notierung an der Börse beantragt wird.“ Nachträglich erteilt dann der Börsenausschuss auf Antrag des Emissionshauses die Genehmigung der Notierung, „unter der Bedingung, dass ein thatsächlicher Umsatz stattfindet“. Auf die Frage des Vorsitzenden, ob man einem schlechten Papier die Zulassung verweigere, erwidert der Sachverständige: „Das ist schon geschehen. Es sind auch weitere Nachweise verlangt worden über die Unbedenklichkeit des betreffenden Wertpapiere, ehe die Notierung zugelassen worden ist. Es war eine Aktienziegelei, da hatten wir lange Zeit Abstand genommen, die Notierung des Papiere zuzulassen. Erst nachdem wiederholt die Bedenken behebenden Auskünfte gegeben worden sind, wurde die Notierung zugelassen.“

Das ist alles, was wir über die etwas sonderbare Praxis der Stuttgarter Börse bezüglich der Zulassung von Papieren erfahren.

¹⁾ v. Pflaum S. 1502/03.

Breslau.

Hier sind, wie mir die Handelskammer mit Schreiben vom 15. Mai 1896 mitteilte, für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel und zur Notiz die Berliner „leitenden Gesichtspunkte“ massgebend. Ueber das Verfahren bei der Zulassung gibt die im Auftrag der Enquetekommission gefertigte Zusammenstellung „Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslandes“ keinen Aufschluss, ebensowenig die Aussagen des Breslauer Sachverständigen Heimann. Der Sachverständige v. Wallenberg-Paschaly¹⁾ sagt, es müsse sich bei Fondspapieren vor der Zulassung ein regelmässiger Handel herausgestellt haben. „Bei Aktien prüfen wir die Sache, und wenn wir glauben, dass es den Interessen der Provinz entspricht, führen wir ein solches Papier ein; sonst lehnen wir die Aufnahme in den Kurszettel ab.“ — — „Wir prüfen gewissenhaft das Objekt. Wir hatten z. B. letzthin eine Möbelfabrik, die hielten wir von vornherein für unreell, und die Sache wurde nicht angenommen.“ Diese Aussage macht den Eindruck, als ob man sich an der Breslauer Börse bemühe, eine über die formale hinausgehende materielle Prüfung der einzuführenden Wertpapiere vorzunehmen, was bei den kleinen Verhältnissen²⁾ dieser Börse nicht ganz ausgeschlossen wäre.

Königsberg³⁾.

Ueber die Zulassung von Effekten zur Kursnotierung entscheidet das Vorsteheramt der Kaufmannschaft. Dem Antrag ist ein Prospekt beizufügen, ausser bei den Schuldverschreibungen des Reiches und Preussens sowie bei bereits in Berlin zugelassenen Effekten. Für die Prüfung des Prospektes sind die Berliner „leitenden Gesichtspunkte“ massgebend. Nach ertheilter Genehmigung muss der Prospekt in mindestens einer Königsberger Zeitung veröffentlicht werden. Bemerkenswert

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 773.

²⁾ Es kommen vielleicht zwei oder drei Zulassungsanträge innerhalb drei Jahren vor. v. Wallenberg-Paschaly S. 777.

³⁾ Siehe „Vorschriften, betreffend die Zulassung von Effekten zur Kursnotierung an der Königsberger Börse“. Schröter S. 1105/06 und Dr. Simon S. 1502.

ist folgende Bestimmung der „Vorschriften“: „Die Verantwortung für die Richtigkeit der in dem Einführungsprospekt gemachten Angaben liegt der das Effekt einführenden hiesigen Firma ob, welche dieselbe dem Publikum gegenüber zu vertreten hat. Zu diesem Zweck hat die einführende Firma ihren Namen und die Angabe ihres Domizils unter den Einführungsprospekt zu setzen.“ Ferner: „Der Prospekt wird vom Vorsteheramt in Bezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben geprüft.“ Hierzu bemerkt der Sachverständige Schröter: „Weil so wenig Papiere von meist lokaler Natur, Industrieaktien und dergleichen bei uns vorkommen, ist das in dieser Weise gemacht worden. Es ist also nicht schwierig, dass das Vorsteheramt der Kaufmannschaft diese Sachen genau prüft.“ Zu der vorerwähnten Vorschrift über die Verantwortlichkeit der Emissionshäuser über die Richtigkeit ihrer Angaben bemerkt der Sachverständige Dr. Simon, wenn dies auch wohl nicht mit rechtlicher Wirksamkeit eingeführt sei, so stehe man doch in Königsberg unter dem Eindruck, dass das eine Verpflichtung sei.

In Köln ¹⁾ entscheidet die Handelskammer über die Zulassung von Papieren zur Notierung nach den Berliner „leitenden Gesichtspunkten“, in Magdeburg ²⁾ thun dies die Aeltesten der Kaufmannschaft nach den gleichen Grundsätzen. In Halle vollzieht sich der Effektenhandel mit Umgehung der Börse in privaten Zusammenkünften ³⁾ der Bankiers, welche auch einen Kurszettel herausgeben. Ueber die an den drei letztgenannten Orten bestehenden Zustände wurden keine Sachverständigen vernommen.

¹⁾ „Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslandes“ S. 28.

²⁾ Ibid. S. 30.

³⁾ Ibid. S. 28.

D. Haftung der Emissionshäuser nach dem bisher geltenden Rechte.

Die Frage, ob und inwieweit ein Emissionshaus nach dem bisher in Deutschland geltenden Recht dafür haftbar gemacht werden konnte, dass das Publikum an den emittierten Papieren nachträglich grosse Vermögensverluste erlitten hat, wurde in den Verhandlungen der Enquetekommission nur gestreift, in ihrem Bericht nur flüchtig erwähnt. Die Lösung dieser Frage wird dadurch sehr erschwert, dass die rechtliche Stellung des Emitenten bald die eines Verkäufers, bald die eines Kommissionärs und bald die eines blossen Mandatars oder Vermittlers ist. Dazu kommt, wie der Bericht der Kommission sagt, „dass es sich nicht bloss um juristische oder thatsächliche Eigenschaften des Papiere handelt, deren Mangel entweder als dictum promissum oder nur als der einer stillschweigend vorausgesetzten Thatsache erscheint, sondern auch um manche Umstände juristischer oder praktischer Art, die, mehr in das Gebiet der Motive fallend, auf die Güte des Papiere Einfluss haben.“ Der Streit über die Haftung der Emissionshäuser konzentriert sich besonders auf den Inhalt des Prospektes. Auf die äusserst schwierige, rein juristische Streitfrage näher einzugehen, ist hier nicht der Ort. Es mag hier genügen, folgendes festzustellen.

I. Nach dem geltenden Recht bestand — welches auch die rechtliche Stellung des Emissionshauses sei — eine Verantwortlichkeit der Emissionshäuser gegenüber dem ersten Erwerber eines Papiere für dolus, d. h. sowohl für Vorführen unwahrer wie für Verschweigen wesentlicher wahrer Thatsachen, sowie für jede gewollte Schädigung.

Diese Haftung wird für Aktien in Art. 180a und 213b des Handelsgesetzbuches scharf umgrenzt und näher präzisiert, indem den Emissionshäusern angegeben wird, worauf sich ihre Prüfung zu erstrecken hat. Die Haftung besteht nur gegenüber der Gesellschaft, nicht dem einzelnen Aktionär gegenüber.

II. Ausserdem gibt es eine Haftung aus der Empfehlung. Das Handelsgesetzbuch enthält hierüber keine besonderen Bestimmungen. Es kommen daher die einzelnen

Landrechte und die sonstigen Vorschriften des Handelsgesetzbuches in Betracht. Es sind dabei zwei Fälle auseinanderzuhalten:

a) Beruht die Empfehlung nicht auf einem Vertragsverhältnis — als welches eine Geschäftsverbindung anzusehen ist¹⁾ —, so erstreckt sich die Verantwortlichkeit nach gemeinem Recht nur auf dolus, nach preussischem Landrecht unter gewissen Umständen etwas weiter.

b) Ist ein Vertragsverhältnis gegeben, so besteht eine Haftung schon für Verschulden infolge von Verletzung der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes. Die Frage, ob das Ausbieten mittels eines Prospektes, wie es bei den Emissionshäusern heute üblich ist, als Empfehlung in diesem Sinne aufgefasst werden kann, wird von Dr. Wiener, Senatspräsidenten des Reichsgerichtes, direkt verneint, obwohl man in einzelnen Entscheidungen auf Grund der Partikularrechte weitergegangen ist²⁾.

III. Soweit ein Emissionshaus als Verkäufer in Betracht kommt, haftete es bisher für die Angaben eines von ihm unterzeichneten Prospektes dem Käufer gegenüber nicht nur hinsichtlich der Richtigkeit, sondern auch hinsichtlich der Vollständigkeit, insofern die Angaben als unrichtig gelten, wenn etwas darin verschwiegen ist, was die Richtigkeit des Mitgeteilten beeinträchtigen würde. Dieser Verantwortlichkeit, die sich also nicht nur auf dolus, sondern auch auf culpa erstreckt und nur dem Käufer gegenüber besteht, entzogen sich die Emissionshäuser durch die Art, wie der Prospekt abgefasst wird. Derselbe enthält, wie früher erwähnt, in seinem ersten Teile nur Angaben des kreditsuchenden Staates oder der Gesellschaft über ihre Verhältnisse. Die Emissionshäuser machen ausdrücklich kenntlich, dass sie diese Mitteilungen anderer nur referieren, und erklären sich in einem kürzeren zweiten Teil, den allein sie verantwortlich zeichnen, bereit, „auf Grund des vorstehenden Prospektes“ Zeichnungen entgegenzunehmen.

¹⁾ Entscheidung des Reichsgerichts Bd. 27 S. 124.

²⁾ Vgl. die vom Senatspräsidenten Dr. Wiener erwähnten Entscheidungen, Stenogr. Ber. S. 399.

Es ist hieraus ersichtlich, dass nach dem bisher geltenden Recht die Emissionshäuser bisher nur für gewollte Schädigung, höchstens noch für grobe Fahrlässigkeit in Deutschland haftbar gemacht werden konnten.

E. Die Ergebnisse der Sachverständigenvernehmungen für die Beurteilung der bestehenden Einrichtungen.

I. Wert und Bedeutung des Prospektzwanges.

Wenn auch nicht durch Gesetz eingeführt, so bestand doch thatsächlich an allen grösseren Börsen Deutschlands, wie wir gesehen haben, Prospektzwang, insofern der Börsenbehörde ein Prospekt einzureichen ist, wenn ein Wertpapier zum offiziellen Börsenhandel und zur amtlichen Notiz zugelassen werden soll. Die Gründe, welche gewöhnlich zu Gunsten des Prospektzwanges geltend gemacht werden, und welche die Börsenvorstände zur Einführung desselben veranlasst haben¹⁾, sind im Bericht der Enquetekommission²⁾ wiedergegeben. Hiernach hat der Prospektzwang zunächst den Zweck, die Anonymität des einführenden Bankhauses zu beseitigen und dem Publikum den Namen desselben bekannt zu machen; dadurch ist das Emissionshaus gezwungen, jeweils seinen „Emissionskredit“ aufs Spiel zu setzen; das Publikum lernt unterscheiden zwischen solchen Emissionshäusern, welche bei ihren Emissionen die Interessen der Gesamtheit und des kaufenden Publikums berücksichtigen, und solchen, welche diese Interessen vernachlässigen. Der weitere Vorteil des Prospektzwanges soll darin bestehen, dass alle Thatfachen zur Kenntniss des anlagesuchenden Publikums gebracht werden, welche für die Beurteilung des fraglichen Unternehmens oder der Verhältnisse eines kreditsuchenden Staates von Wichtigkeit sind. Endlich soll dem Publikum aus dem bestehenden Prospektzwang noch ein Vorteil dadurch erwachsen, dass eine sachverständige Börsenbehörde geprüft

¹⁾ „Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslandes“ S. 13 und 14.

²⁾ Ibid. S. 46 ff.

habe, ob in dem Prospekt alle Thatsachen richtig und vollständig wiedergegeben sind, deren Kenntniss für die Beurteilung des betreffenden Wertpapiers nötig ist. „Diese Prüfung,“ sagt der Bericht, „soll mithin eine Gewähr dafür bieten, dass der Prospekt in der That allen berechtigten Anforderungen in Bezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit seiner Angaben entspricht.“

Prüfen wir nun die Frage, inwieweit der bisher geltende Prospektzwang unter den bestehenden Verhältnissen als geeignete Schranke gegen das Eindringen zweifelhafter Wertpapiere in weitere Kreise betrachtet werden kann, und in welchem Grade die bestehende Einrichtung dazu beizutragen vermochte, das Publikum vor Vermögensverlusten zu bewahren, so enthalten die Aussagen der Sachverständigen zur Beantwortung dieser Frage eine Fülle von Material, aus dem sich hauptsächlich folgendes ergibt:

1. Eine Reihe von Papieren waren unter den bisher bestehenden Verhältnissen dem Prospektzwang entzogen. Neben dem offiziellen Markt bestand ein „freier Verkehr“ von ganz bedeutendem Umfang. Die Emission mit Einführung der Papiere in den offiziellen Handel und in die amtliche Notierung ist, wie wir gesehen haben, in das Belieben der Emissionshäuser gestellt. Der freie Verkehr bemächtigt sich der amtlich zugelassenen wie sonst aller ihm konvenierenden Wertpapiere und ist durch keinerlei Bestimmungen eingeengt, besonders nicht hinsichtlich seiner Objekte. „Wir haben die Erfahrung gemacht,“ sagt Schinckel¹⁾ von der Hamburger Börse, „dass bei weitem der grösste Teil unsolider Papiere, welche an unserer Börse gehandelt werden, diesen Weg (der Zulassung durch die Sachverständigenkommission) nicht passiert haben.“ An der Stuttgarter Börse wird „eine grosse Anzahl von Papieren“²⁾ gehandelt, bei welchen man die amtliche Notiz auf Grund eines Prospektes überhaupt nicht beantragt hatte. In Berlin stellen zu den Geschäften des

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 1100.

²⁾ v. Pflaum S. 1502/03.

freien Marktes besonders diejenigen Papiere ein grosses Kontingent, welche die amtliche Notiz überhaupt nie erlangen können, weil sie irgend einer Anforderung nicht genügen, z. B. in Bezug auf die Höhe des Grundkapitales. Um die Durchführung eines Korners, einer „Schwänze“ zu erschweren, haben nämlich einige Börsen die Bestimmung getroffen, dass Aktien nur zum offiziellen Handel zugelassen werden, wenn das Aktienkapital der Gesellschaften einen gewissen Mindestbetrag¹⁾ erreicht, für Berlin drei Millionen Mark, für Frankfurt a. M. eine Million, für Hamburg eine halbe Million, ebensoviel für Leipzig und Dresden bei aussersächsischen Industripapieren.

Durch diese und ähnliche Bestimmungen wurden gerade solche Papiere dem Prospektzwang entzogen, welche desselben am ersten bedürften. Die Kurse, welche für diese Papiere festgestellt wurden, unterlagen keiner börsenbehördlichen Kontrolle, drangen aber — wenn auch nicht durch das amtliche Kursblatt — in die Öffentlichkeit. Denn neben dem offiziellen Kursblatt erschien eine grosse Anzahl von nicht offiziellen Kursberichten, die gerade vom Publikum gelesen werden, während der offizielle Kurszettel eigentlich nur von Bank-

¹⁾ In der richtigen Bemessung des Mindestbetrages liegt eine grosse Schwierigkeit. Wird er gering angesetzt, so verfehlt die Massregel ihren Zweck; wird er zu hoch gegriffen, so hat dies wiederum andre Nachteile im Gefolge. Will man einerseits verhüten, dass Manipulationen, wie sie der Polckesche Prozess zu Tage gefördert hat, sich wiederholen, so muss man anderseits bedenken, dass es durch Festsetzung eines Mindestbetrages kleinen Unternehmern erschwert wird, die Form der Aktiengesellschaft anzunehmen. Für diese gibt es nun drei Wege: Entweder sie verzichten auf die Form der Aktiengesellschaft und treten als Gesellschaften mit beschränkter Haftung ins Leben, was an und für sich wünschenswert wäre (vgl. Winterfeldt S. 405, 407, Lexis S. 35057), oder sie suchen den festgesetzten Mindestbetrag zu erreichen und gelangen dann leicht dazu, mit zu grossem Aktienkapital ausgestattet zu werden, vielleicht auch sich mit andern kleinen Unternehmungen mit ganz andern Zwecken zu einer Gesellschaft zu vereinigen (Wiener S. 1047, Salomon S. 1118, Finck S. 1119), oder endlich sie erreichen den Mindestbetrag nicht, verzichten auf die amtliche Notiz ihrer Aktien und wählen dennoch die Form der Aktiengesellschaft, wodurch alle Nachteile des nichtbörsenmässigen Handels in Erscheinung treten.

häusern benutzt wird. „Ich glaube nicht,“ sagt Kaempff¹⁾, „dass es einen Privatmann oder wenigstens viele Privatleute gibt, die von der Existenz des offiziellen Kursberichts überhaupt eine Kenntnis haben, noch viel weniger werden den offiziellen Kursbericht jemals zu Gesicht bekommen haben.“ Es gibt aber auch Aktien kleiner Gesellschaften, Schuldverschreibungen kleinerer Gemeinden etc., welche in Verkehr gebracht wurden, ohne dass später in amtlichen oder nichtamtlichen Berichten Kurse derselben veröffentlicht werden. Bei Geschäften in solchen Papieren sind die Besitzer derselben völlig auf die Redlichkeit ihrer Kommissionäre angewiesen. „Es kommt bei ganz guten Papieren vor, dass sie keinen Käufer finden, oder dass derjenige, der verkaufen will, sich unverhältnismässig grossen Verlust gefallen lassen muss, weil das Papier keinen Markt hat“²⁾.

2. Die Bedeutung des Prospektes für die Unterbringung von Wertpapieren wird vielfach überschätzt. Ein grosser Teil der Zeichner bildet sich nicht auf Grund der im Prospekt zusammengestellten Thatsachen ein eigenes Urteil, ja er kennt gar nicht einmal den Inhalt des Prospektes. Leiter grosser Emissionsinstitute haben ausgesagt, es seien zu gewissen Zeiten bei Neuemissionen Zeichnungen in solchem Umfang erfolgt, dass der Vorrat vergriffen war, bevor nur der Prospekt bekannt oder dem Börsenkommissariat eingereicht war³⁾. Das Publikum ist zum grossen Teil nicht daran gewöhnt, selbst nachzudenken, selbst zu prüfen, ob die Angaben des Prospektes wahr sind, obgleich ihm weder der Staat, noch die Börsenbehörde, noch das Emissionshaus die Pflicht zu prüfen abgenommen hat. Die grosse Masse der

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 778.

²⁾ Dr. Simon S. 1524.

³⁾ Winterfeldt S. 400: „Wir machen ja im allgemeinen die Erfahrung, dass in Zeiten, wie wir sie gehabt haben 1888 und 1889, wenn wir Aktien an die Börse brachten, ehe noch der Prospekt bekannt war, oder ehe wir ihn eingereicht hatten, wir bereits die Voranmeldungen in einem solchen Umfange hatten, dass wir uns gar nicht zu retten wussten. Also das ist wohl der deutlichste Beweis, dass die wenigsten Leute auf den Prospekt zeichnen.“

Zeichner unterlässt die selbständige Prüfung und zeichnet im blinden Vertrauen auf den Ruf der Emissionsfirma¹⁾. Von dieser Thatsache sind die grossen Banken, welche das Anleihegeschäft und die Finanzierung grosser Unternehmungen betreiben, völlig überzeugt. Sie wissen, dass ihre Existenz gefährdet ist, wenn ihr „Emissionskredit“ verloren geht, und sie achten deshalb mit ängstlicher Sorgfalt darauf, sich denselben zu bewahren. Sie stellen genaue Untersuchungen an, bevor sie selbst in ein Geschäft eintreten. Es kann keinem Zweifel unterliegen, dass die Banken, welche Argentinier, Portugiesen, Griechen einführten, bona fide gehandelt haben. Wenn später in den Verhältnissen eines auswärtigen Staates oder eines Unternehmers eine Aenderung eintritt, oder wenn sich herausstellt, dass sich ein Emissionshaus geirrt hat, so leidet es schwer unter dem Druck der öffentlichen Meinung und bietet, was in seinen Kräften steht, auf, um durch Sanierungen, Interventionen etc. seinen Irrtum wieder gutzumachen. Winterfeldt²⁾ sagt: „Ich glaube deshalb, dass dasjenige, was im allgemeinen die Emissionshäuser hier im Hinblick auf ihren Emissionskredit leisten, niemals durch gesetzliche Bestimmungen auch nur annähernd wird erreicht werden können.“

3. Die Emissionshäuser sind vielfach selbst nicht in der Lage, die im ersten Teil des Prospektes enthaltenen Angaben auf ihre Richtigkeit und Vollständigkeit zu prüfen, sondern müssen dieselben zum grossen Teil auf Treu und Glauben hinnehmen. Sie übernehmen eine Anleihe auf eigene Rechnung, auf eigene Gefahr. Bedenkzeit bleibt ihnen infolge der auf dem Geldmarkt herrschenden Konkurrenz nicht lange, besonders nicht bei Staaten, die bei Aufnahme der Anleihe als völlig solvent gelten. Die Verhandlungen zwischen dem Emissionshaus und dem kapitalsuchenden Staat vollziehen sich meist innerhalb einer sehr kurzen Zeit mittels des Telegraphen. So ist es vorgekommen, dass eine schwedische Anleihe binnen zwei

¹⁾ Vgl. hierzu besonders: Russell S. 384, Winterfeldt S. 400, Hinrichsen S. 632, Schinkel S. 1131.

²⁾ Stenogr. Ber. S. 401.

Tagen fest übernommen wurde¹⁾. Das Risiko der Uebernahme hat zunächst das Emissionshaus, das erst einen Abnehmerkreis zu finden hofft; es wird also schon aus diesem Grunde Anlehensverträge nur mit solchen Staaten abschliessen, die es nach allem, was ihm bekannt ist, für kreditwürdig halten muss. Das Risiko der Emissionshäuser ist nicht gering; sogar bei preussischen Staatsanleihen haben die mit der Ausgabe betrauten Bankhäuser schon Verluste gehabt²⁾.

Die Möglichkeit einer genauen Prüfung der von ausländischen Staaten oder Gesellschaften gemachten Angaben scheitert aber noch an anderen Schwierigkeiten. Für Aktien schreibt das Handelsgesetzbuch ganz genau vor, auf welche Vorgänge des Gründungsherganges sich die Prüfung auszudehnen hat, wem gegenüber eine Verantwortlichkeit besteht, sowie, dass sie sich nur auf wissentliche Täuschung, auf beabsichtigte Schädigung des Publikums erstreckt. Die Emissionshäuser können die vorgeschriebene Prüfung vornehmen und, wie der Sachverständige Winterfeldt (409) sagt die ihnen auferlegte Haftung getrost übernehmen.

Anders verhält es sich aber bei ausländischen Staaten³⁾. Käme beispielsweise das Deutsche Reich in die Lage, im Ausland eine Anleihe aufzunehmen, und ein auswärtiges Emissionshaus würde an der Richtigkeit der von der Reichsregierung gemachten Angaben zweifeln oder eine Ergänzung derselben fordern, so würde zweifellos das Deutsche Reich auf ein derartiges Geschäft verzichten. Ebensowenig würde der russische österreichische oder italienische Finanzminister dulden, dass man die Wahrheit seiner amtlich abgegebenen Erklärungen in Frage stellt. Aber wo liegt nun die Grenze, wo das Emissionshaus Zweifel äussern darf, etwa beim serbischen, rumänischen oder argentinischen Ministerium? Sogar Argentinien erschien in dem Augenblick, wo es die Anleihen übernahm, kreditwürdig. Aber nicht einmal darin, dass ein Staat früher seine Verpflichtungen nicht erfüllt hat, liegt ein Kriterium für seine Kredit-

¹⁾ Russell S. 383 ff.

²⁾ Russell S. 385.

³⁾ Russel S. 378, Königs S. 1909.

würdigkeit. Wollte man so weit gehen, so blieben wohl verhältnismässig wenig Staaten übrig, deren Papiere an deutschen Börsen eingeführt werden könnten.

Man hat nun eingewandt, es gäbe auch noch andere Quellen, aus denen man sich über die Kreditwürdigkeit auswärtiger Staaten und Unternehmungen unterrichten könne, als die Angabe ihrer Ministerien. Dieser Einwand ist allerdings berechtigt. Aber die geeigneten Einrichtungen, welche rasche Information der Emissionshäuser ermöglichen, bestehen noch nicht, sondern müssen erst geschaffen werden, wie entsprechende Organisation des auswärtigen Amtes, Berufung finanzwissenschaftlich gebildeter Leute in die Vorstandschaft der Emissionshäuser und in die Zulassungsbehörde der Börse, Forderung der letzten Jahresabschlüsse statt des Sollbudgets etc.

4. Die auf Grund des Prospektes über die Zulassung eines Papieres entscheidenden Börsenorgane nehmen keine materielle Prüfung der Bonität eines Papieres vor und können dies auch nicht. Wollte die Börsenbehörde eine derartige Prüfung vornehmen, so müsste sie sich die Frage stellen: Entspricht der Emissionskurs dem wahren Wert des einzuführenden Papieres? Die Kapitalverluste, welche dem Publikum durch die Emission zweifelhafter Wertpapiere erwachsen sind, bestanden darin, dass das Publikum zu teuer gekauft hatte, dass der Emissionskurs bedeutend höher war, als er nach den später bekannt gewordenen Thatsachen hätte sein sollen. „Es gibt,“ sagt Frentzel¹⁾, die Ansicht einer grossen Anzahl von Sachverständigen zusammenfassend, „nicht an sich gute oder an sich schlechte Papiere. Es giebt im Sinne des letzteren Begriffes nur überwertete Papiere²⁾. Also ist das Papier und sein Kurs untrennbar, wenn man in die Prüfung des Wertes eintreten will.“ Ein solches Urteil könnte aber nur für den Augenblick der Emission gelten, es könnte doch nur die in diesem Moment an der Börse herrschende

¹⁾ Sitzungsprotokolle S. 100.

²⁾ So sagt Wiener S. 1032: „Es wäre kein Nachteil, wenn man die argentinischen Papiere mit ihrem ‚fiktiven‘ Zinsfuss zu 30 % erworben hätte. — Sehr schlimm aber ist, dass sie zu 80 % emittiert wurden und damit über ihren Wert bezahlt worden sind.“

Gesamtansicht wiedergeben, und es würde am folgenden Tag schon umgestossen „durch ganz unkontrollierbare Meinungen und Stimmungen des grossen Publikums“. Wie leicht übrigens dieses Urteil fehlgehen könnte, beweisen die bei auswärtigen Staatsanleihen von den Sachverständigen gemachten Beobachtungen. „Als ¹⁾ die Amerikaner die nordamerikanische Anleihe bei uns einführten, war das eines der riskantesten Geschäfte, die es geben kann. Die Union befand sich im vollsten Bürgerkrieg, das Goldagio hatte eine ungeheure Höhe erreicht. Die Papiere wurden zu einem Kurs von 30—50 eingeführt, Das Glück ist Deutschland hold gewesen. Es sind Gewinne gemacht worden, die von einer Milliarde nicht sehr weit zurückgeblieben sind.“ —

„Aehnlich hat sich das Geschäft mit Aegypten gestaltet. Deutschland hat sehr viel Aegypter zu billigen Kursen aufgenommen, während sich damals Frankreich und England ablehnend verhielten. Deutschland hat die gesamten ägyptischen Papiere mit grossem Gewinn wieder abgegeben.“

„In den siebziger Jahren brachte der ‚World‘ einen starken Angriff gegen die russischen Finanzen. England hat damals seinen ganzen Besitz in russischen Papieren verkauft. Deutschland hat diese Papiere aufgenommen; die Engländer haben gespottet, die deutschen Hausmädchen sollten sich die Zimmer damit tapezieren. Jedenfalls hat aber das deutsche Kapital an diesen Papieren ein sehr gutes Geschäft gemacht.“

Umgekehrt wäre das Berliner Börsenkommissariat, wenn es eine Prüfung der Bonität der Papiere vorzunehmen gehabt hätte, beispielsweise bei der argentinischen Anleihe, wohl schwerlich zu einer Abweisung des Zulassungsantrages gelangt. Von Vertretern grosser Emissionshäuser ²⁾ wurde angeführt, die Konsular- und Gesandtschaftsberichte aus der Zeit der argentinischen Anleihe hätten alle die Tendenz gehabt, Argentinien sei ein reiches, wirtschaftlich rasch emporblühendes Land, man solle unserer Industrie den Absatz im Ausland erweitern durch Gründung von Banken etc.

¹⁾ Alexander S. 414. Vgl. auch Salomon S. 1109 u. A.

²⁾ Russell S. 360, Schinckel S. 1110.

„Ich kann positiv mitteilen,“ sagt Russel, „dass noch in der Zeit, wo man hier ängstlich wurde über die stürmische Entwicklung in Argentinien, wo man namentlich den Kopf über die überstürzten Papiergeldemissionen zu schütteln anfang, unsere Gesandtschaft sich darüber wunderte, dass beispielsweise mein Institut, die Diskontogesellschaft — — — das Geschäft über die Erwerbung der argentinischen Provinzeisenbahn, der sogen. Westeisenbahn, ein Objekt von ungefähr 35—36 Millionen Dollars, also ungefähr 145 Millionen Mark, nicht gemacht habe. Es wurde uns das hier mitgeteilt und wir wurden — nicht zu einer verantwortlichen Erklärung, aber doch zu einer Aeusserung darüber veranlasst, weswegen wir eine so günstige Gelegenheit, für das deutsche Kapital und die deutsche Industrie in Argentinien festen Fuss zu fassen, nicht benutzt hätten.“ Wenn hier die Staatsregierung nach Anhörung des auswärtigen Amtes die Zulassung auszusprechen gehabt hätte, so wäre sie, nach Ansicht Russells, damals erfolgt ¹⁾. Unter solchen Umständen hätten auch die Zulassungsorgane der Börse wohl schwerlich den Antrag abgelehnt, da sie, die aus den Börsenkreisen gewählten Vertreter derselben, nicht die Verpflichtung gefühlt hätten, den Interessen des kaufenden Publikums eine weitergehende Fürsorge angedeihen zu lassen als der Staat selbst.

5. Der Wert des bisher bestehenden Prospektzwanges wird auch in Frage gestellt durch die Verschiedenheit der Anforderungen, welche bisher die einzelnen Börsen an die Prospekte stellten.

Es ist unter den bisherigen Verhältnissen möglich gewesen, dass von einer Börse die Zulassung eines Effektes — vielleicht aus sehr gewichtigen Gründen — verweigert und von einer andern gewährt wurde. So wurde beispielsweise die Einführung der Aktien der Schwedisch-Norwegischen Lofotenbahn-Gesellschaft vom Berliner Börsenkommissariat versagt und erfolgte kurze Zeit darauf in Hannover ²⁾.

Die Aktien des Norddeutschen Lloyd wurden in Ham-

¹⁾ Russell S. 360.

²⁾ Goldberger S. 646.

burg — da dieser die Bedingung, in Hamburg eine Zahlstelle zu errichten, nicht eingehen wollte — nicht zugelassen, in Berlin aber eingeführt ¹⁾).

Da nun die Einführung von Papieren an einer Börse ihre Wirkung weit über den Kreis des Börsenplatzes hinaus erstreckt, so ist in einem einheitlichen Wirtschaftsgebiet, wie es Deutschland bildet, gleichgültig, an welcher der grossen Fondsbörsen ein Effekt die Zulassung erlangt; das was eine Börse durch Verweigerung der Zulassung verhüten will, konnte daher durch Einführung an einer andern Börse doch eintreten.

6. Der bisher bestehende Prospektzwang involviert einen Emissionszwang ²⁾, der gewissen Kategorien von soliden Anlagepapieren die Erlangung der amtlichen Notiz erschwert, und abgesehen vom lokalen Bankgewerbe der Börsenplätze, keinen berechtigten Interessen diene.

Diese Behauptung wurde sehr geschickt von Hecht ³⁾ vertreten, der etwa Folgendes ausführte: Eine Hypothekenbank, deren Pfandbriefe in Frankfurt in den Börsenhandel eingeführt sind, beabsichtigt deren Einführung auch an der Berliner Börse. Dabei stiess die Bank zunächst auf die Schwierigkeit, dass das Berliner Aeltestenkollegium sich in Verhandlungen mit auswärtigen Firmen bisher nicht einliess, sondern die Vertretung durch eine am Platze ansässige Firma verlangte. Die betreffende Hypothekenbank wendet sich nun an ein Berliner Bankhaus.

¹⁾ Hinrichsen S. 646.

²⁾ Diese Seite des Prospektzwanges ist wichtiger, als die Enquete-kommission angenommen hat. In ihren Untersuchungen ist diese Frage wohl deshalb nicht genügend beleuchtet worden, weil unter den vernommenen Sachverständigen nur ein Vertreter eines Bodenkreditinstitutes (Favreu, Direktor der Allgemeinen deutschen Kreditanstalt Leipzig) war, dem diese Frage nicht vorgelegt wurde und der überdies von einer Börse kam, an der Prospektzwang damals noch nicht bestand. Die übrigen Sachverständigen haben sich entweder zu dieser Frage nicht geäussert oder verteidigten, ohne neue stichhaltige Gründe anzuführen, die bestehende Praxis (siehe Stenogr. Ber. Salomon S. 1096, Gwinner S. 1943/44, Weill S. 1898, Maier S. 1551).

³⁾ Dr. Hecht, „Der Prospektzwang und der Emissionszwang“ in der „Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen“ von 1892 S. 271 ff.

Dasselbe teilt ihr mit, es könne nur die Einführung einer bestimmten Serie gelegentlich einer Neuemission von Pfandbriefen bewerkstelligen. Findet eine solche statt, so ist zunächst ein Prospekt aufzustellen, der von der Hypothekenbank einerseits und der Berliner Bank andererseits zu unterzeichnen ist; der weitere Gang der Sache ist bekannt. Für Unterzeichnung des Prospektes, Stellung des Antrags bei der Sachverständigenkommission, ferner für seine Auslagen für Kotierungskosten und Veröffentlichung des Prospektes in der Presse beansprucht selbstverständlich das Berliner Bankhaus eine angemessene Vergütung. Ist der Antrag genehmigt, so wird, nachdem sich ein „regelmässiger Handel“ entwickelt hat, endlich die amtliche Notiz bewilligt, aber nur für die neu eingeführte Serie, nicht für die älteren. Also zur unvollkommenen Erreichung des einfachen Zieles (ihre Pfandbriefe im Berliner Kursblatt notiert zu sehen) wurde die in Rede stehende Hypothekenbank auf diesen kostspieligen Umweg gedrängt, der weder im Interesse des betreffenden Institutes, noch des Publikums, noch der Börse als solcher liegt.

Was zunächst die Pfandbriefinstitute betrifft¹⁾, so bedürfen weitaus die meisten derselben der Emissionspraxis nicht, um ihre Pfandbriefe zu placieren, sondern bedienen sich der von ihnen geschaffenen Detailorganisation, eines Netzes kleinerer und grösserer Vertriebsstellen, welche die Pfandbriefe von Tag zu Tag in kleineren und kleinsten Posten begeben. „Je weniger eine Hypothekenbank mit der börsenmässigen Emissionspraxis in Berührung kommt, desto besser sowohl für das Institut, wie für seine Schuldner.“

Die bestehende Verbindung zwischen Prospekt- und Emissionszwang liegt auch nicht im Interesse der Börse. Denn ihr kommt es doch nur darauf an, dass erstens der einzureichende Prospekt die Grundlage für Orientierung über die Verhältnisse des Emittenten und seiner Papiere und für dessen moralische und rechtliche Verantwortlichkeit bilde, und zweitens, dass die amtliche Notiz nur solchen Papieren bewilligt werde, in welchen thatsächlich ein Handel besteht. Das erstere kann

¹⁾ Vgl. Dr. Hecht l. c. S. 274.

ohne Emissionszwang erreicht werden, das letztere ist auch durch den Emissionszwang nicht sicher gewährleistet¹⁾. Ausserdem ist hier in Betracht zu ziehen, dass sich gerade in Pfandbriefen, inländischen Eisenbahnobligationen und ähnlichen Anlagewerten von grösserer Sicherheit ein sehr grosser Teil des Handels nicht an der Börse, sondern zwischen dem Publikum und Bankiers, aus deren eigenen Beständen²⁾ oder Kommissionslagern vollzieht, und dass schon aus diesem Grunde der Beweis eines regelmässigen Handels an der Börse selbst bei derartigen Papieren nicht so streng genommen werden darf. Aber auch das Publikum hat bei Pfandbriefen und ähnlichen sicheren Anlagewerten kein Interesse an der Verbindung des Emissionszwangs mit dem Prospektzwang, an dem ersteren deswegen nicht, weil es gewohnt ist, solche Papiere bei seinem Bankier, bei den Pfandbriefinstituten oder deren Vertriebsstellen zu kaufen, ohne das mit einer Subskription verbundene Risiko (Ungewissheit des bei der Zuteilung zu erhaltenden Betrages etc.) übernehmen zu müssen. Gerade infolge dieses umfangreichen Verkehrs ist aber auch der Prospektzwang, wenigstens der Zwang zur Veröffentlichung des Prospektes bei diesen Papieren für das Publikum von geringer Bedeutung. Wer bei seinem Bankier oder einer bekannten Hypothekenbank Pfandbriefe kauft, verlangt nicht für jede Serie die Vorlage eines Prospektes. Sparkassen-, ja Mündel- und Stiftungsgelder werden durch diesen direkten Verkehr in solchen Papieren angelegt, ohne dass irgend jemand sich vorher einen Prospekt für jede einzelne Serie aufstellen liesse. Dass die Börsen in dieser Hinsicht weitergehen und die Einreichung eines Pro-

¹⁾ Denn es ist recht wohl denkbar, dass die emittierten Pfandbriefe alsbald zu dauernder Vermögensanlage in „feste Hände“ übergehen und so bald nicht wieder an der Börse erscheinen.

²⁾ Die sehr oft auch wieder durch direkten Verkehr mit den Hypothekenbanken — nicht durch die Börse — ergänzt werden. Vgl. hierzu Dr. Hecht, „Die Mündel- und Stiftungsgelder in den deutschen Staaten“ S. 272: „Alle Bodenkreditinstitute haben ferner in ihren Statuten die Bestimmung, dass sie berechtigt sind, ihre Pfandbriefe zu kaufen und zu beleihen. Jedes Pfandbriefinstitut ist somit auch in erster Linie die Börse für die von ihm emittierten Pfandbriefe, denn naturgemäss finden sich bei ihm Angebot und Nachfrage zusammen.“

spektes verlangen, ist gewiss anerkennenswert, aber die kostspielige Veröffentlichung desselben erscheint, wenn es sich nur um Erlangung der amtlichen Notiz für anderswo bereits eingeführte Pfandbriefe handelt, bedeutungslos für die Wahrung der Interessen des Publikums, so sehr auch die Sachverständigen ¹⁾ auf diese Seite der Sache Gewicht gelegt haben. Den in dem Prospektzwang zum Ausdruck kommenden Prinzipien der Oeffentlichkeit und Verantwortlichkeit wäre in diesem speziellen Falle, wo es sich um die Erlangung der Notiz für solide Anlagepapiere handelt, deren Vertrieb sich meist ohne die Börse vollzieht, auch Genüge geschehen durch Aushang des Prospektes an der Börse und spätere Aufbewahrung desselben im Archiv derselben.

Wenn nun sämtliche Beteiligten (Börse, Publikum und Pfandbriefinstitute) kein Interesse an der heute bestehenden Verbindung von Prospekt- und Emissionszwang haben, so kann es nur die Rücksicht auf das lokale Bankiergewerbe gewesen sein, welche hierzu geführt hat. Ob und inwieweit dieselbe berechtigt ist, darüber soll hier nicht entschieden werden; Thatsache ist, dass sie in dem eben geschilderten Fall zu einer Verteuerung des Bodenkredits führt und soliden Anlagepapieren, zu deren Vertrieb die Emissionspraxis nicht erforderlich ist, die Erlangung der für sie so wichtigen amtlichen Kursnotiz erschwert. Aufgabe der Reform ist es, für derartige Wertpapiere geeignete Ausnahmebestimmungen zu schaffen, um so mehr als das Publikum, besonders das minder kapitalkräftige, von der Vermögensanlage in höher verzinslichen riskanteren Wertpapieren abgehalten und auf die soliden inländischen Anlagewerte verwiesen werden soll.

Leider hat es die Enquetekommission in ihren Sachverständigenverhören unterlassen, in eine nähere Prüfung dieser gewiss sehr beachtenswerten Ausführungen Hechts einzutreten, so dass man bei den Beratungen über das Börsengesetz in dieser Frage fast aller thatsächlichen Erhebungen entbehrte.

7. Die Anforderungen, welche bisher an den

¹⁾ Vgl. Weill S. 1898, Salomon S. 1096.

Prospekt gestellt wurden, sind teilweise unzulänglich.

Der Prospekt soll möglichst viele Daten enthalten, auf Grund deren sich das kaufende Publikum ein Urteil über die Bonität der zur Einführung gelangenden Wertpapiere bilden kann. Die zur Erreichung dieses Zweckes an den Prospekt zu stellenden Anforderungen hat das Berliner Aeltestenkollegium mit anerkennenswerter Sorgfalt in den „leitenden Gesichtspunkten“ zusammengestellt. Nur in einigen Punkten macht sich die Notwendigkeit einer Ergänzung bezw. Erweiterung dieser Vorschriften geltend und zwar, wie sich aus den Aussagen der Sachverständigen, besonders der beiden Vertreter der Presse ¹⁾, ergibt, in folgender Richtung:

a) Bei Anleihen ausländischer Staaten wurde im Prospekt die Mitteilung des letzten Budgets, also die Veranschlagung zukünftiger Einnahmen und Ausgaben, gefordert ²⁾. Ein wirksamerer Schutz für das kaufende Publikum wäre aber die Forderung der Abschlüsse des Staatshaushaltes für die letzten Jahre. Ein Soll-Budget kann von den ausländischen Ministerien mehr oder minder optimistisch veranschlagt sein; eine unrichtige Angabe der Jahresabschlüsse wäre aber eine direkte Fälschung, zu der sich ein ehrlich geleiteter kreditsuchender Staat wohl schwerlich entschliesst.

b) Staaten, Institute und Körperschaften, deren Verhältnisse als allgemein bekannt gelten, sind bisher von der Mitteilung ihres Budgets und ihres Schuldenstandes befreit gewesen. Da die Ansichten darüber, was „allgemein bekannt“ ist, weit auseinander gehen können, wird die Beseitigung dieser Ausnahme empfohlen.

c) Angabe der Verjährungsfristen für Kapital und Zinsen wurde bei ausländischen Staatsanleihen im Prospekt nur dann gefordert, „wenn diese aus dem Gesetz oder Privilegium, auf welchem die Berechtigung zur Ausgabe der Schuldverschreibungen beruht, hervorgehen“. Da es für den inländischen

¹⁾ Vgl. Cohnstaedt S. 1732—1734 und Christians S. 769—774.

²⁾ Ueber die Unzulänglichkeit dieser Forderung vgl. auch Lotz, „Die Technik des deutschen Emissionsgeschäftes“ S. 26.

Kapitalisten schwer ist, sich über diese Angaben auf andre Weise zu informieren, wird deren Aufnahme in den Prospekt vorgeschlagen.

Die Kommission hat den hier erwähnten Missständen in ihren Beschlüssen Rechnung getragen und zu den vorstehenden noch drei weitere Reformvorschläge gefügt, die des Zusammenhanges wegen bereits hier wiedergegeben sein mögen:

a) Für ausländische Wertpapiere soll in der Regel für Zinsen, wie für Kapital eine Zahlstelle in Deutschland errichtet werden zur Erleichterung des Zahlungsverkehres und zur Begründung des Gerichtsstandes im Inlande.

b) Ausländische Wertpapiere sollen „im Interesse der Hebung der deutschen Börsen“ auch auf deutsche Valuta lauten, mindestens dann, wenn sie auf verschiedene Währungen gestellt sind.

c) Die mehrfachen in den leitenden Gesichtspunkten vorkommenden Begünstigungen solcher Staaten und Institute, deren Anleihen bereits an der Börse eingeführt sind, sollen wegfallen, da in den betreffenden Verhältnissen im Laufe der Zeit wesentliche Aenderungen eintreten können.

II. Der Handel „per Erscheinen“ und „Sperrn“.

Man versteht unter dem Handel per Erscheinen den Handel vor der Zeichnung, bzw. vor der Zuteilung der zur Zeichnung aufgelegten Wertpapiere. Was zunächst den Handel vor der Zeichnung betrifft, so waren fast sämtliche hierüber vernommenen Sachverständigen¹⁾ darüber einig, dass dieser Handel zu der schlimmsten Agiotage und Täuschung des Publikums benutzt werden kann. Einmal kann durch Scheingeschäfte bei dem kaufenden Publikum die Meinung erweckt werden, es finde grosse Ueberzeichnung statt; es zeichnet dann viel grössere Beträge, als es zu erhalten wünscht, und muss dieselben schliesslich doch bei der Zuteilung annehmen. „Es ist mir,“ sagt Kaempff²⁾, „ein Fall bekannt, dass bei einem Unternehmen,

¹⁾ v. Pflaum S. 1516, Kaempff S. 795, Wiener S. 1659, Lesse S. 1336, Kussel S. 1463, Cohnstaedt S. 1730 und viele andere.

²⁾ Stenogr. Ber. S. 795.

das so schlecht wie möglich gewesen ist, die Emission vergriffen war, bevor der Prospekt noch publiziert worden ist.“ Umgekehrt kann ein Emissionshaus, das sich ja stets vorbehält, den gezeichneten Betrag bei der Zuteilung beliebig zu reduzieren, bei hohen Kursen einen viel geringeren Betrag, als es ursprünglich zur Subskription aufgelegt hatte, zur Verteilung bringen und den Rest an der Börse verkaufen. „Wir haben noch in allerletzter Zeit,“ sagt Gwinner¹⁾, „in London bei der Transvaalanleihe diesen Fall erlebt. Da wurde vor der Zeichnung drei, vier Prozent Agio nach aller Welt telegraphiert; darauf wurde gezeichnet, es wurde auch daraufhin verkauft, und dann sind alle kontinentalen Zeichner ausgefallen, es wurde also künstlich ein Decouvert geschaffen.“

Es unterliegt keinem Zweifel, dass hierdurch die Zeichner empfindlich geschädigt sind. Sie haben berechtigten Anspruch darauf, dass der zur öffentlichen Zeichnung aufgelegte Betrag auch thatsächlich unter sie verteilt wird. Denn sie haben das mit einer Zeichnung verbundene Risiko übernommen, sie haben möglicherweise Kautions gestellt, ja sie haben sogar manchmal, um die verlangte Kautions stellen zu können, andre solide Anlagepapiere veräussern müssen.

Weniger enig als über die Schädlichkeit des Handels vor der Zeichnung waren die Sachverständigen bezüglich des Handels vor der Zuteilung. Für ihn spricht zunächst, dass er durchaus berechtigten Interessen dienen kann. „Wenn eine Anleihe herauskommt,“ sagt Kaempf²⁾, „für die das Publikum grosse Neigung hat oder eine Aktienemission, dann will der vorsichtige Privatmann nicht ungemessene Summen zeichnen, um schliesslich eine kleine Summe zu bekommen. Es hat z. B. jemand 10 000 Mk. anzulegen; es kommt eine Anleihe, für die die ganze Welt schwärmt, man muss annehmen, dass man 10 000 Mk. nur bekommen wird, wenn man 100 000 Mk. zeichnet. Da sagt sich der vorsichtige Kapitalist: ich will lieber 1 % mehr bezahlen, will mich nur für 10 000 Mk. engagieren und will die Stücke per Erscheinen kaufen, dann

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 1946.

²⁾ Stenogr. Ber. S. 795.

brauche ich nicht auf Wochen lang mit 100 000 Mk. in Risiko zu sein.“

Wie ist es aber möglich, dass jemand dem Kapitalisten, der diese Erwägungen anstellt, den Betrag von 10 000 Mk. vor der Zuteilung der Stücke schon verkaufen kann? Einerseits durch das Eingreifen von Spekulanten, die gegen einen Kursgewinn von 1—2 % das Risiko der eventuellen Zeichnungsreduktion auf sich nehmen, andererseits aber auch durch freihändigen Verkauf per Erscheinen seitens der Emissionshäuser.

Ist nämlich die Zeichnung bereits erfolgt und entwickelt sich nun ein lebhafter Handel in der Zeit zwischen dem Tag der Subskription und dem der Repartition der Stücke zu höherem Kurs als der Zeichnungskurs, so kann auch hier, wie bei dem obigen Fall, das Emissionshaus einen grossen Teil der Zeichnungen „durchfallen“ lassen und dann selbst als Verkäufer an der Börse auftreten.

„Ich will nicht sagen,“ bemerkt der Sachverständige Samuel¹⁾, „dass das bei grossen und anständigen Häusern der Fall sein wird, aber die menschliche Versuchung ist sehr nahe gerückt.“ Wendet man hier ein, ein derartiges Verfahren sei direkter Betrug, so weichen die betreffenden Emissionshäuser diesem Vorwurf aus, indem sie erklären, sie hätten den von ihnen an die Börse gebrachten Betrag für sich selbst gezeichnet und dann verkauft. Wie der Handel per Erscheinen gewissenlosen Emissionsfirmen Gewinn bringen kann, so kann er umgekehrt den soliden schaden, indem er das Treiben der sog. „Konzertzeichner“ erleichtert. Dies sind Leute, welche von vornherein nicht die Absicht, vielleicht auch nicht die Mittel haben, die gezeichneten Stücke zu beziehen, sondern dieselben vor der Zuteilung mit Gewinn wieder an den Markt zu bringen suchen. Ein solcher Zwischengewinn geht aber auf Kosten des Emissionshauses, welches jene Stücke wieder aufnehmen muss, wenn nicht die ganze Emission mit einem Misserfolg enden soll. Gegen Manipulationen dieser Art suchen sich die Emissionshäuser zu schützen durch „Sperrung“ der

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 413.

Stücke¹⁾. Die Bevorzugung der Zeichner, welche dauernde Kapitalanlage beabsichtigen, der sog. „seriösen Zeichner“, vor den Konzertzeichnern ist an und für sich völlig berechtigt. Da es sich nun aber der Kenntnis des Publikums ganz und gar entzieht, welcher Betrag gesperrt ist, so findet auf diese Weise eine künstliche Beschränkung des Angebots statt, die eine zeitweilige künstliche Steigerung der Kurse zur Folge haben kann. Dadurch wird wiederum die Kauflust des Publikums gereizt, die dann ihren Ausdruck findet in Kursen, welche den tatsächlichen Verhältnissen nicht entsprechen. Hat nun das Emissionshaus selbst noch Vorräte abzugeben, so kann dies zu den künstlich hochgetriebenen Kursen geschehen, da neben dem Emissionshaus niemand als Verkäufer am Markte auftreten darf. Diese Seite der Sperrmassregel wird besonders bedenklich, wenn man sich die Zustände der Provinzialbörsen und die Thatsache vergegenwärtigt, dass die Aktienemission und das Gründungsgeschäft weit mehr von kleinen Bankhäusern als von den grossen Emissionshäusern betrieben wird. In den Sachverständigenvernehmungen werden die „Sperrungen“ bald vom Standpunkt der allgemeinen Vertragsfreiheit und im Interesse der Emissionshäuser energisch verteidigt, bald wegen des hohen Agios, das sie bei Aktienemissionen ermöglichen, heftig angegriffen; in der That bedeuten sie, wie Lotz²⁾ sagt, einen Machtzuwachs für die Emissionshäuser, insbesondere gegenüber der Börse, und nur auf die Emissionshäuser kommt es an, ob sie diesen Machtzuwachs missbrauchen oder nicht.

III. Ueber die Thätigkeit der Presse bei der Emission von Wertpapieren.

Bei Darlegung des Standpunktes³⁾, welchen die Enquetekommission und der Bundesrat den im Börsenwesen her-

¹⁾ Das Verfahren ist unter „Technik des Emissionsgeschäftes“ bereits geschildert.

²⁾ „Die Technik des deutschen Emissionsgeschäftes“ S. 47.

³⁾ Vgl. den von mir bearbeiteten Abschnitt: „Die Beschlüsse der Enquetekommission und der Börsengesetzentwurf des Bundesrates“ in Nr. 15 der „Münch. volksw. Studien“ S. 19—61.

vorgetretenen Missständen und den in Betracht kommenden Reformvorschlägen gegenüber eingenommen hat, wurden diejenigen Gebiete ausser acht gelassen, zu welchen die Enquetekommission nicht in definitiven Beschlüssen, sondern lediglich in ihrem „Bericht“ Stellung genommen hat. Dahin gehört die Frage, welche Rolle der Presse nach Ansicht der Kommission im Emissionswesen zufällt. Hierauf soll hier zunächst eingegangen werden ¹⁾. Die Hauptaufgabe der Presse ist nach der Meinung der Enquetekommission die Aufklärung des Publikums und die Wahrung seiner Interessen. Die Presse soll, nicht nur einmal, sondern immer wieder und wieder das Publikum, besonders das weniger kapitalkräftige, darauf hinweisen, dass vor allem auf unbedingte Sicherheit der Vermögensanlage Wert zu legen ist, und sie soll davor warnen, die Ersparnisse in zwar höher verzinslichen, oder hohen Kursgewinn versprechenden, aber weniger sicheren Wertpapieren anzulegen. Dass mit jeder Erhöhung der Rente sehr wahrscheinlich eine Erhöhung des Risikos verbunden ist, kann dem Publikum nicht oft genug vor Augen geführt werden. Sobald ein Antrag auf Zulassung eines neuen Wertpapiers zum Handel gestellt wird, soll die Presse alsbald die Gelegenheit wahrnehmen, die beabsichtigte Emission „vom Standpunkt der allgemeinen Interessen“ zu beleuchten; sie soll die ihr über die Kreditverhältnisse und die gesamte Lage auswärtiger Staaten und Unternehmungen bekannten Thatsachen, sowie die Angaben des Prospektes objektiv besprechen; sie soll sich bei dieser Thätigkeit ihre Aeusserungen zu Gunsten oder zum Nachteil gewisser Unternehmungen so wenig bezahlen lassen, wie ihr Schweigen über diese Dinge. Dabei wird von der Presse nicht das Unmögliche verlangt, künftige unerwartete Ereignisse vorauszusehen, sondern sie genügt ihrer Pflicht, „wenn sie die auswärtigen Anleihen wie die gewerblichen Unternehmungen nach Lage der zur Zeit der Besprechung vorliegenden Verhältnisse sachgemäss und unparteiisch bespricht“. Neben dieser allgemeinen Aufgabe weist der Kom-

¹⁾ Vgl. hierzu „Bericht der Enquetekommission“ S. 15, 23/24, 47, 54, 55, 56, 58, 65.

missionsbericht die Presse noch bei einzelnen Punkten auf ihre speziellen Pflichten hin. Sie soll dazu beitragen, dass das Publikum zwischen guten und zweifelhaften Emissionshäusern unterscheiden lernt, ebenso wie zwischen den von ihnen in Verkehr gebrachten Wertpapieren. Dadurch sollen die Emissionshäuser gezwungen werden, aus Rücksicht auf ihren Emissionskredit sorgfältiger und vorsichtiger zu Werke zu gehen und nicht die Interessen des Publikums durch Einführung zweifelhafter Werte zu gefährden. In den Fällen, wo die Uebernahmebedingungen, besonders der Uebernahmepreis an der Börse und somit auch der Presse bekannt ist, soll sie, wenn der Gewinn des Emissionshauses „die für solche Geschäfte gemeinübliche Entschädigung“ erheblich übersteigt, das Publikum auf diese Beobachtung hinweisen. Bei Konvertierungen auswärtiger Anleihen soll die Presse ihr Urteil abgeben über die Geschäftsthätigkeit solcher Banken, welche grosse Anleihen mit hohem Zinsfuss an den Markt bringen und diese kurze Zeit darauf konvertieren, ohne dass die Konversion in der Lage des Geldmarktes oder den Verhältnissen des Schuldners begründet ist. Endlich soll die Presse das Verbot des Handels per Erscheinen dadurch unterstützen und wirksam machen, dass sie sich aller Nachrichten über diesen Handel und die dabei ermittelten Kurse enthält.

Von diesem von der Kommission erhofften Idealzustande ist die Wirklichkeit, wie sie uns in den Sachverständigenvernehmungen entgegentritt, weit entfernt. Die Ergebnisse derselben sind mannigfacher Art.

1. Das erste, was aus den Aussagen der Börsenleute wie der vernommenen Pressvertreter hervorgeht, ist, dass in den Beziehungen zwischen manchen Emissionshäusern und einem Teile der Presse eine geradezu erschreckende Korruption herrscht. Wenn auch die Fälle, wie sie der Polckesche Prozess ans Tageslicht gebracht hat¹⁾, zu den Seltenheiten ge-

¹⁾ Polcke hat beispielsweise in einem Jahre Mk. 130 000 für „Annoncen“ bezahlt. „Es muss,“ bemerkt hierzu Oberregierungsrat Gamp, „eine grosse Zahl von dummen Leuten hineingefallen sein, um ihn in die Lage zu setzen, diese Annoncen bezahlen zu können.“ Stenogr. Ber. S. 271.

hören, so gibt es doch noch einzelne Zeitungen, „von denen es öffentliches Geheimnis ist, dass sie direkt abhängig sind von einzelnen Banken oder Bankkonsortien“¹⁾. Diese Verquickung von Bankgeschäft und Journalistik wird zwar von einem andern Pressvertreter²⁾, der im übrigen die auf diesem Gebiet herrschenden Missstände mit aner kennenswerthem Freimut aufgedeckt hat³⁾, bestritten; aber wenn auch diese Frage offen bleibt, so sind die sonstigen zur Sprache gekommenen verwerflichen Beziehungen zwischen gewissen Emissionshäusern und Zeitungen für die Beteiligten noch gravierend genug. Zunächst ist die Objektivität vieler Blätter schon beeinträchtigt durch ihr Bestreben, grosse und gutbezahlte Annoncen von den Bankhäusern zu erhalten. „Es ist oft gar nicht zu sagen,“ sagt Russell⁴⁾, „welchen Bestürmungen durch Agenten wir regelmässig zur Zeit vor öffentlichen Emissionen irgend welcher Art ausgesetzt werden.“ — — „Selbst bei der Emission von Reichs- und Staatsanleihen wird man mit Telegrammen, Briefen und persönlichen Besuchen aus Kreisen der Presse belästigt. Das habe ich leider schon mehr wie einmal selbst erlebt“⁵⁾. Die Zeitungen „bitten“ um den Prospekt, und die Emissionshäuser sehen sich gezwungen, ihnen denselben zum Abdruck zu geben⁶⁾. Bei abschlägigem Bescheid müssten sie bald erfahren, dass bei der Emission von Wertpapieren die Presse ein Machtfaktor ist, den man nicht ungestraft ausser Rechnung lassen darf. Eine abgewiesene Zeitung braucht nur am folgenden Tag einen der Emission ungünstigen Artikel zu veröffentlichen, und sie hat sich gründlich gerächt. Die Emissionshäuser ziehen es daher vor, sich derartigen, nicht im Augenblick widerlegbaren abfälligen Kritiken nicht aus-

¹⁾ Dr. Müller S. 1863.

²⁾ Wiener, Redakteur des „Berliner Tageblattes“. Stenogr. Ber. S. 1868.

³⁾ Dasselbe gilt auch von Cohnstaedt, Redakteur der „Frankfurter Zeitung“, Dr. Müller, Redakteur der „Neuen Preuss. Zeitung“, Christians, Redakteur des „Deutschen Oekonomist“ und Dr. Basch, Redakteur der „Nationalzeitung“.

⁴⁾ Stenogr. Ber. S. 578.

⁵⁾ Reichsbankpräsident Dr. Koch. Stenogr. Ber. S. 1552.

⁶⁾ Maier S. 1552, Russell S. 578 u. a.

zusetzen, und wenden den Zeitungen in weiterem Umfange, als es für ihre Zwecke nötig ist, Inserate zu. Es schlagen glücklicherweise nicht alle Zeitungen diesen Weg ein, dafür sind andre den Banken gegenüber um so dreister; sie drucken ohne jeden Auftrag den Prospekt ab und senden ihre Rechnung ein¹⁾. Die Emissionshäuser suchen zwar diesem Unwesen nach Kräften zu steuern, müssen sich aber in vielen Fällen zur Zahlung des Betrages entschliessen. In Oesterreich geht dieses Verfahren sogar so weit, dass die Banken sich gezwungen sehen, in ihren Bekanntmachungen zu bemerken, Nachdruck oder nicht ausdrücklich aufgetragene Insertion werde nicht bezahlt²⁾. Nicht minder verwerflich als ein derartiger „Geschäftsbetrieb“ bei gewissen Zeitungen ist die in gewissen Bankierkreisen beliebte Bestechung der Presse. Die vernommenen Redakteure brachten aus ihren persönlichen Erfahrungen eine Reihe von Fällen vor, wo sie direkte Bestechungsversuche von der einfachsten bis zur raffiniertesten Art zurückzuweisen hatten. Die üblichste Form³⁾ ist die, dass dem betreffenden Redakteur ein gewisser Geldbetrag (bald in Hunderten, bald in Tausenden von Mark) bestehend, überschickt oder gutgeschrieben wird, wobei das Bankhaus ihm gleichzeitig mitteilt, es habe sich gestattet, einen gewissen Betrag der emittierten Papiere für ihn zu zeichnen, und habe sich veranlasst gesehen, die Stücke zu verkaufen und den Erlös ihm zur Verfügung zu stellen. Eine andre Form ist, dass das Bankhaus der Zeitungsredaktion seinen Dank für ihr „Wohlwollen“ ausspricht, ihr ein Couvert mit ausländischem Geld übermittelt und hierzu bemerkt, die betreffende ausländische Regierung oder Gesellschaft gestatte sich ebenfalls ihren Dank auszudrücken⁴⁾. Diese Unsitte scheint nach den Aussagen der Pressvertreter bedenkliche Verbreitung angenommen zu haben. „Es kam kaum eine grössere Emission vor,“ erzählt Dr. Müller⁵⁾, „ohne dass nicht der eine oder

¹⁾ Winterfeldt S. 582.

²⁾ Winterfeldt S. 582.

³⁾ Keyssner S. 581, Dr. Müller S. 1864, Wiener S. 1867.

⁴⁾ Dr. Müller S. 1866, Wiener S. 1867.

⁵⁾ Stenogr. Ber. S. 1864.

andre von meinen Kollegen zu mir gekommen wäre und mir gesagt hätte: „Haben Sie schon die Beteiligung an der und der Emission?“ oder: „In diesen Tagen gibt die und die Bank ihre Halbjahrsgratifikationen an die Presse aus. Sie stehen doch auch auf der Liste?“

Bei der portugiesischen Tabakmonopolsanleihe soll das Konsortium der Berliner Emissionsstelle 100 000 Mk. zur baren Verteilung an die Berliner Presse (nicht etwa zu Inseraten) bewilligt haben¹⁾. Dass Redakteure, die von einer oder gar einigen Banken zugleich jährlich Gratifikationen von mehreren tausend Mark beziehen, von diesen Instituten und ihrem Geschäftsgebaren nur mit der Devotion eines Angestellten schreiben, ist klar; von einer objektiven Kritik, die rücksichtslos, niemand zulieb und niemand zuleid, ihr Urteil fällt, kann hier keine Rede mehr sein. „Wenn ein Emissionshaus derartige Geldzuwendungen als Honorare für schriftstellerische Leistungen bezeichnen will, so ist es kaum der Mühe wert,“ sagt Cohn²⁾, „ihm die Gegenfrage entgegenzuhalten, ob das Emissionsinstitut seine Schriftstellerhonorare für diese ‚wissenschaftlichen Arbeiten‘ zu zahlen fortfährt, wenn die wissenschaftliche Methode des honorierten Gelehrten dahin gelangt, die emittierten Papiere ungünstig zu beurteilen.“ Diese Arbeitsleistung zu honorieren, ist nicht der Bankier berufen, sondern der Verleger der Zeitung. Aber gerade in diesem Punkt, in der Frage der Besoldung der Redakteure, weist ein sehr grosser Teil der Zeitungen bedenkliche Mängel auf³⁾. Wie auf so vielen andern Gebieten, der Politik, der Kunstkritik u. s. w., so zeigt es sich auch im Börsenwesen mit gebieterischer Notwendigkeit, dass die Stellung eines Redakteurs einen wirtschaftlich unabhängigen Mann erfordert, wenn nicht der Korruption Thür und Thor geöffnet sein soll.

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 1864.

²⁾ „Beiträge zur deutschen Börsenreform“ S. 53.

³⁾ „Wenn ich bedenke,“ sagt Dr. Müller, wie so mancher von meinen Kollegen mit Mk. 75 monatlich angestellt ist und dafür den ganzen Tag zu arbeiten und keinen Nebenverdienst hat, so kann ich mir erklären, wie er der Versuchung nicht hat widerstehen können“ (Stenogr. Ber. S. 1865).

2. Gegenüber den oben erwähnten bedauerlichen Erscheinungen muss darauf hingewiesen werden, dass es gerade in Deutschland eine Reihe von Blättern gibt, die ihre schwierige Aufgabe richtig erfassen und sich nach Kräften bemühen, derselben gerecht zu werden: Zeitungen, die vor allem von Leuten redigiert werden, welche der Bestechung völlig unzugänglich sind; den besten Beweis liefert die Offenherzigkeit, mit welcher die von der Kommission vernommenen Redakteure ihre Erfahrungen in Bezug auf Bestechungsversuche vortragen haben, und die Unzweideutigkeit, mit welcher derartige Versuche zurückgewiesen wurden. Der Erfolg ist diesen Blättern nicht versagt geblieben; wohl konnten sie nicht hindern, dass zweifelhafte Werte in weite Bevölkerungskreise eindringen, aber sie mögen dazu beigetragen haben, dass mancher Käufer hinsichtlich der Höhe des zu erwerbenden Betrages vorsichtiger war; sie haben ferner versucht, die weitere Verbreitung gewisser minderwertiger Papiere zu erschweren. Der Vertreter der Frankfurter Zeitung wies beispielsweise darauf hin, dass sein Blatt dazu beigetragen habe¹⁾, dass deutsche Banken infolge der Berichte über die argentinische Misswirtschaft sich von weiteren argentinischen Anleihen fernhielten, während Frankreich und Belgien noch solche aufnahmen, dass Cédulas und ähnliche Papiere nur in beschränkter Masse in Deutschland Eingang fanden, und endlich, dass die sachliche und eingehende Kritik, welche die Frankfurter Zeitung bei Einführung neuer Aktien bot, auch beim Publikum und den Emissionshäusern eine eingehendere Prüfung bewirkten. Um so aner kennenswerter ist eine solche Wirksamkeit der Presse, wenn die Beschaffung des Materials, auf Grund dessen die Börsenjournalisten sich ein Urteil bilden können, mit solchen Schwierigkeiten verknüpft ist, wie wir sie von den Pressvertretern erwähnt finden. Die Emissionshäuser haben nämlich nur insoweit ein Interesse daran, die Zeitungen mit Informationen zu versehen, als diese geeignet sind, für die beabsichtigte Emission „Stimmung“ zu machen und nur so

¹⁾ Vgl. Ludwig Cohnstaedt, „Die Vorschläge der Börsen-enquetekommission“ S. 15.

lange, bis die Papiere „placiert“ sind. Ist dies geschehen, so hören häufig alle Mitteilungen der Banken über ein neugegründetes Unternehmen auf, und die Presse mag dann sehen, wo sie ihre Informationen hernimmt. Soll irgend eine Finanzoperation vorgenommen, eine Emission ausgeführt, Aktien abgestossen werden etc., so werden die Zeitungen mit Mitteilungen überschüttet, sie „wissen nicht, wie sie diese Ueberfülle von Material bewältigen sollen“ ¹⁾. „Der allerschädlichste Teil dieser übermässig vielen Nachrichten erscheint gerade in dem Moment der Ausführung von Emissionsgeschäften, da wird alles, was man in dem Prospekt nicht sagen will, nebenher in redaktionellen Notizen veröffentlicht“ ²⁾. Die Zeitungen erhalten alle möglichen Nachrichten, Angaben, Monatsausweise etc., so lange dies die Zwecke der betreffenden Bankhäuser fördern kann. „Ist diese Zeit um, so“, sagt Wiener ³⁾, „können wir uns mit Anfragen die Finger wund schreiben, dann ist keine Information zu haben.“

Noch schwieriger wird die Information für die Presse bei einer Reihe kleinerer Aktiengesellschaften. „Es gibt,“ sagt Christians ⁴⁾, „eine ganze Menge von Aktiengesellschaften, deren Papiere ja nicht immer an der Börse sind, die überhaupt keine Bilanzen publizieren, auch im „Reichsanzeiger“ nicht, trotzdem es vorgeschrieben ist. Es gibt sogar hier in Berlin Baugesellschaften, die grossartige Spekulationen machen, von denen absolut keine Bilanz zu erhalten ist.“ Die Fälle schlimmster Art sind diejenigen, in welchen der Presse — statt der Vorenthaltung jeder Mitteilung — geradezu die Unwahrheit gesagt wird ⁵⁾. „Nach meinen persönlichen Erfahrungen,“ sagt Wiener, „hat gerade dieses Unwesen eine so schlimme Gestalt angenommen, dass ich, weil ich es unter meiner Würde halte, mich von einer Bankfirma anlügen zu lassen, nur in Ausnahmefällen noch selbst Erkundigungen einziehe und mit dieser Aufgabe vielmehr andre betraue.“

¹⁾ Wiener S. 1869.

²⁾ Christians S. 1873.

³⁾ Wiener S. 1869.

⁴⁾ Stenogr. Ber. S. 1872.

⁵⁾ Vgl. die von Wiener erwähnten Beispiele S. 1869.

Unter so schwierigen Verhältnissen den Schwindel schon in seinen Anfängen richtig zu erkennen, dem Publikum rechtzeitig, ehe es zu spät ist, ein Mahner und Berater zu sein, ist eine Aufgabe, der nur Männer gewachsen sind, die mit grosser Sachkunde und Unerschrockenheit absolute wirtschaftliche Unabhängigkeit verbinden.

Erfreulicherweise finden sich — wie wir gesehen haben — in der deutschen Presse solche Leute; Aufgabe der Reform wäre es daher in erster Linie gewesen, einerseits diesen die Erfüllung ihrer Pflicht zu erleichtern und anderseits dem Treiben von Leuten, deren Grundsätze nicht lauter sind, im Interesse der Gesamtheit mit den geeigneten Massregeln entgegenzutreten.

IV. Das Einspruchsrecht des Staates bei Einführung von Wertpapieren.

Entsprechend der verschiedenartigen allgemeinen Stellung, welche die einzelnen Landesregierungen den Börsen gegenüber eingenommen haben, ist auch die Einwirkung, welche sie auf die einzelnen Gebiete des Börsenwesens übten, verschieden; auch bei Betrachtung des Emissionswesens macht sich dies bemerkbar.

Eine Mitwirkung staatlicher Behörden oder Organe bei der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel fand bisher nirgends in Deutschland statt. Auch die Grundsätze, welche für die Zulassung massgebend waren, wurden allenthalben ohne Zuthun des Staates aufgestellt und gehandhabt. Das grösste Mass staatlicher Einwirkung auf das Emissionsgeschäft bestand in Preussen, insofern hier dem Handelsministerium das Recht zustand, unter Berücksichtigung politischer Verhältnisse gegen die Einführung eines Papiers Einspruch zu erheben. Es wurde bisher in Preussen in zwei Fällen seitens der Regierung gegen bestimmte Papiere vorgegangen. Einmal verhinderte Bismarck, als preussischer Handelsminister, die Einführung bulgarischer Papiere an der Berliner Börse, in einem zweiten Falle verbot er, als deutscher Reichskanzler, der Reichsbank die Lombardierung russischer Papiere. In beiden Fällen waren es poli-

tische Rücksichten, welche die Regierung zum Eingreifen bestimmten, nicht wirtschaftliche Momente, denn beide Staaten stehen heute noch vollkommen solvent da.

Nach den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmungen ist das in Preussen der Regierung zustehende Einspruchsrecht gegen die Einführung von Wertpapieren praktisch völlig bedeutungslos, da der Staat, wie das Emissionshaus es für richtiger halten, sich vor der Uebernahme einer auswärtigen Anleihe zu verständigen.

Ist es der Staatsregierung aus politischen Rücksichten nicht erwünscht, dass eine bestimmte Staatsanleihe an die deutschen Börsen gebracht wird, so genügt eine einfache Mitteilung an die betreffenden Grossbanken, um diese von dem beabsichtigten Geschäft abzuhalten¹⁾. Die Regierung hat aber noch das weitere Mittel, in irgend einem ihr nahestehenden Blatt, einen der Emission ungünstigen Artikel erscheinen zu lassen, und sie erreicht den gleichen Zweck. „Niemand wird zu einer Emission schreiten,“ sagt Russell, „wenn er befürchten muss, dass am folgenden Tag ein öffentliches Communiqué in der „Norddeutschen allgemeinen Zeitung“ oder einem andern Blatt steht, wobei darauf hingewiesen wird, dass eigentlich diese Anleihe sich zum Erwerb durch das deutsche Publikum nicht eigne.“ Eine solche Veröffentlichung hätte die weitere Folge, dass die Prüfungskommission der Börse den Antrag auf Zulassung zum Börsenhandel ablehnen würde.

Nach dem, was in der Enquete mitgeteilt wurde und was sich mit den amtlichen Erfahrungen Frentzels, als Präsidenten des Aeltestenkollegiums der Berliner Kaufmannschaft, deckt, ist bisher in Berlin keine ausländische Anleihe an den Markt gekommen, ohne dass die Regierung Gelegenheit gehabt hätte, zu intervenieren, wenn sie gewollt hätte. „Ich weiss,“ sagt Frentzel, „dass sie hie und da interveniert hat, stets mit dem unmittelbarsten Erfolg“²⁾. Führt man zu Gunsten des staatlichen Einspruchsrechtes weiter an, die Emission einer auswärtigen Anleihe könne zusammenfallen mit derjenigen einer

¹⁾ Russell S. 362, Siemens S. 1905 u. a.

²⁾ Sitzungsprotokolle S. 102.

inländischen Staatsanleihe, die Deckung des heimischen Staatsbedarfes sei dadurch gefährdet, so erwidern die Vertreter grosser Banken hierauf, es werde kein Emissionshaus riskieren, mit einer auswärtigen Staatsanleihe an den Markt zu kommen, wenn es befürchten muss, mit einer inländischen Anleihe in Konkurrenz zu geraten, da es in diesem Fall auf sicheren Erfolg der Subskription nicht rechnen könne ¹⁾).

Thatsächlich ist in den Untersuchungen der Börsenenquete kein Fall zur Sprache gekommen, wo sich die Notwendigkeit des bisher in Preussen bestehenden staatlichen Einspruchsrechtes gegen die Einführung von Wertpapieren vom wirtschaftlichen Standpunkte erwiesen hätte.

¹⁾ Russell S. 363.

IV.

Kommissionsgeschäft¹⁾.

Das ausserhalb des Kreises berufsmässiger Börsenleute stehende Publikum nimmt am börsenmässigen Effektenhandel nicht durch direkten Verkehr an der Börse teil, sondern bedient sich hierzu seiner Bankiers, der Kommissionäre. Diese Zwischeninstanz wird auch da, wo der Zutritt zur Börse völlig frei ist und Privatleute den Maklern direkt Aufträge erteilen könnten, nur sehr selten umgangen. Denn der Privatmann kennt nicht die Verhältnisse des Marktes und die hier verkehrenden Personen, und — was die Hauptsache ist — er selbst ist den berufsmässigen Börsenhändlern hinsichtlich seiner Kreditwürdigkeit etc. nicht derart genügend bekannt, dass sie ohne weiteres Geschäfte mit ihm abschliessen würden. Daher bedient sich der Privatmann trotz des formell freien Zutritts

¹⁾ Vgl. hierzu:

Grünhut, „Das Recht des Kommissionshandels“ (Wien 1879);

Lepa, „Die Lehre vom Selbsteintritte des Kommissionärs“ (Stuttgart 1883);

Eschenbach, „Das Kommissionsgeschäft mit Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs“ (Goldschmidtsche Zeitschrift für das ges. Handelsrecht Bd. 41);

Endemann, „Systematische Darstellung der Geschäftsbedingungen von 21 Bankfirmen“ (Anlagen zum Bericht der Enquetekommission);

Endemann, „Das moderne Kommissionsgeschäft im Effektenverkehr“ (Berlin 1895);

Max Weber, „Die Ergebnisse der deutschen Börsenenquete. II“ (Goldschmidtsche Zeitschrift für das ges. Handelsrecht Bd. 44 S. 29 ff.).

zu den Börsenversammlungen zum An- oder Verkauf von Wertpapieren, sei es gegen bar oder auf Zeit, thatsächlich doch immer der Bankiers.

Die Bankiers befassen sich nicht etwa ausschliesslich mit dem Effektenkommissionsgeschäft, sie sind nicht zu vergleichen mit dem broker der Londoner Stock Exchange, sondern sie betreiben stets neben dem Kommissionsgeschäft noch für eigene Rechnung ein Bankgeschäft von grösserem oder geringerem Umfang und beschäftigen sich mit den verschiedenartigen Geschäftszweigen, die in Deutschland unter den weitgehenden Begriff des Bankgewerbes fallen. Dieser Mangel an Arbeitsteilung, diese Verbindung von Propre- und Kommissionshandel liegt in der historischen Entwicklung des deutschen Bankwesens begründet und hat neben mancherlei Vorzügen auch bedeutende Nachteile im Gefolge gehabt; dahin gehört vor allem, dass es dadurch der Gesetzgebung bisher erschwert, ja fast unmöglich gemacht war, ausreichende Bestimmungen für das moderne Effektenkommissionsgeschäft und die geeigneten Normen für die rechtliche Stellung des Effektenkommissionärs aufzustellen.

I. Die rechtliche Stellung des deutschen Bankiers zu seinen Kunden nach dem bisher geltenden Rechte.

Das Handelsgesetzbuch hat der Gestaltung des deutschen Bankgewerbes und den Anschauungen des Handelsstandes Rechnung getragen, indem es dem Kommissionär das Selbsteintrittsrecht einräumte. Die hier in Betracht kommenden, bisher geltenden handelsgesetzlichen Bestimmungen sind kurz folgende:

Der Kommissionär hat das Recht, das einzukaufende oder zu veräussernde Kommissionsgut, welches einen Börsen- oder Marktpreis hat, als Verkäufer zu liefern oder als Käufer zu behalten, wenn nicht der Kommittent ein andres bestimmt hat; der selbsteintretende Kommissionär hat den zur Zeit der Ausführung bestehenden Börsenpreis einzuhalten; er kann wählen,

ob er seinen Auftrag durch ein Geschäft mit einem dritten oder als Selbstkontrahent ausführen will, und braucht seine Wahl nicht sofort bei der Ausführungsanzeige zu erklären; anderseits kann er von seinem Kommittenten als Käufer oder Verkäufer in Anspruch genommen werden, wenn er nicht zugleich mit der Ausführungsanzeige einen dritten als Käufer oder Verkäufer namhaft macht. Auch der selbsteintretende Kommissionär hat Anspruch auf die gewöhnliche Provision und auf Erstattung der sonst regelmässig vorkommenden Unkosten. —

An dem Kommissionsgut steht dem Kommissionär, sofern er dasselbe noch in seinem Gewahrsam hat oder sonst noch in der Lage ist, darüber zu verfügen, ein gesetzliches Pfandrecht zu, und zwar wegen aller aus dem Kommissionsverhältnis für den Kommittenten entstandenen Verbindlichkeiten, sowie wegen aller Forderungen aus laufender Rechnung in Kommissionsgeschäften. Dieses Pfandrecht entsteht ohne weitere Vereinbarung, einerlei, ob der Kommittent Kaufmann ist oder nicht. Zur Realisierung seines Pfandrechtes hat der Kommissionär, wenn der Kommittent mit Erfüllung seiner Verpflichtungen in Verzug gerät, ein Verkaufsrecht, zu dessen Ausübung es keiner Klage bedarf; es genügt vielmehr, dass der Kommissionär beim zuständigen Gericht unter Vorlegung der nötigen Bescheinigungsmittel die Verkaufsbewilligung nachsucht, worauf der Verkauf auf Gefahr des Kommittenten verordnet wird. Zur Umgehung dieses Weges lassen sich die Bankiers in den Geschäftsbedingungen von ihren Kunden gewöhnlich das Recht einräumen, sich „ohne gerichtliche Intervention“ befriedigen zu dürfen. Ueber die Rechtsgültigkeit einer derartigen Abmachung einem Nichtkaufmann gegenüber entscheidet das bürgerliche Recht; eine solche Abmachung wäre, da Art. 311 des Handelsgesetzbuches nur unter Kaufleuten gilt, nach preussischem Landrecht gültig, im linksrheinischen Rechtsgebiet nicht.

Weit verwickelter als beim blossen Kommissionsgeschäft war nach dem bisher geltenden Rechte die rechtliche Stellung des Bankiers gegenüber seinem Kunden, wenn es sich nicht nur um den An- und Verkauf, sondern auch um die Ver-

wahrung und Verwaltung von Wertpapieren handelte, für welche der Kunde den Kaufpreis ganz oder teilweise entrichtet hatte. Die Erörterung dieser das Depotwesen betreffenden Fragen wurde von der Börsenenquetekommission mit Rücksicht auf die gleichzeitig tagende Depotkommission in den Sachverständigenverhören zwar thunlichst gemieden, wäre hier aber wegen ihres engen Zusammenhanges mit unserer Materie sehr wünschenswert gewesen und hätte — durch die Vernehmung so vieler Interessenten und Sachverständigen — gewiss wertvolle Anhaltspunkte für ein geeignetes Depotgesetz ergeben können. —

Die bisherige Rechtslage, soweit sie für unsre Zwecke in Betracht kommt, ist kurz folgende ¹⁾. Es gibt drei Arten von Depotgeschäften:

1. der eigentliche Verwahrungsvertrag;
2. die Hingabe als Pfand;
3. das Depotgeschäft in Verbindung mit der Einkaufs- oder Verkaufskommission.

In den beiden ersten Fällen bleibt der Kommittent zweifellos Eigentümer der hingegebenen Papiere, wenn nicht ein depositum irregulare vorliegt. Das letztere musste aber nach den Geschäftsbedingungen und den — manchmal recht unklaren — sonstigen Abmachungen zwischen dem Bankier und den Kunden sehr oft angenommen werden.

Der Kunde verliert in diesem Falle das Eigentum der deponierten oder verpfändeten Papiere und hat nur Anspruch auf Rückerstattung einer entsprechenden Menge derselben Gattung von Effekten, ja manchmal nur — je nach der Vereinbarung — auf Erstattung des Wertes, welchen die Effekten zur Zeit der Uebergabe besaßen.

Die dritte Art des Depotverhältnisses ist das Depotgeschäft in Verbindung mit der Einkaufs- oder Verkaufskommission. Der Kommissionär wird bei der Einkaufskommission, da er das Geschäft zwar für Rechnung seines Auftraggebers, aber im eigenen Namen abschliesst, zunächst selbst Eigentümer der

¹⁾ Vgl. hierzu besonders den Entwurf des Gesetzes, betreffend die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Wertpapiere.

gekauften Papiere. Die Uebertragung des Eigentums auf den Kunden kann sich durch Aushändigung der Papiere oder durch ein sog. *constitutum possessorium* vollziehen; die Erfordernisse eines solchen bestimmen sich nach dem bürgerlichen Rechte. Die Uebermittlung eines Nummernverzeichnisses würde hierzu unbedingt genügen. Wohl hatte der Kommittent bisher schon Anspruch auf die Eigentumsübertragung und Nummernaufgabe, aber er konnte seinen Anspruch nur auf dem Weg der Klage durchsetzen, was wegen der Langwierigkeit dieses Weges für den Kommittenten bedeutende Nachteile im Gefolge hatte; er konnte beispielsweise bei eintretendem Konkurse des Kommissionärs ein Aussonderungsrecht an den für seine Rechnung beschafften Papieren nur geltend machen, nachdem er durch Vollziehung des *constitutum* Eigentümer geworden war, und hatte, so lange die Besitzübertragung nicht erfolgt war, nur den Anspruch eines nicht bevorrechteten Konkursgläubigers.

Diesem und ähnlichen Missständen, wie sie auf Grund des bestehenden Rechtes sich herausgebildet haben und im Entwurfe zum Depotgesetz, sowie in den Sachverständigenvernehmungen der Börsenenquete eingehender geschildert sind, sucht das am 5. Juli 1896 zu stande gekommene Gesetz, betreffend die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Wertpapiere, zu begegnen.

Auf dieses Gesetz soll, da es sich vorläufig um Betrachtung der bestehenden bisherigen Zustände handelt, erst an späterer Stelle eingegangen werden.

Die eben skizzierte Rechtslage wurde nun in der Wirklichkeit verschoben, und zwar ganz bedeutend zu Ungunsten der Kommittenten. Diejenigen gesetzlichen Vorschriften, welche einigermaßen geeignet sind, das Publikum gegen unsolides Geschäftsgebaren von Bankiers zu schützen, sind bisher meist durch freie Vereinbarung der Parteien illusorisch gemacht worden. An Stelle der ihm unbequemen und beengenden gesetzlichen Bestimmungen setzte der Bankier seine „Geschäftsbedingungen“, die dann als *lex contractus* die ein für allemal feststehende rechtliche Basis für den gesamten geschäftlichen Verkehr zwischen dem Bankier und seinen Kunden bilden. Beim Beginn der Geschäftsverbindung legt der Bankier dem Kunden

die „Geschäftsbedingungen“ vor und lässt sie von ihm anerkennen ¹⁾).

Die Punkte, worüber die Geschäftsbedingungen Bestimmungen enthalten, sind gewöhnlich folgende: Selbsteintrittsrecht des Bankiers, Vereinbarungen über Einschuss, Nachschuss und Lösung von Engagements, Rechte und Pflichten des Bankiers hinsichtlich der Depots und endlich das Pfandrecht und seine Realisierung. Ausserdem ist fast allgemein die Bestimmung getroffen, dass, sofern nichts anderes bestimmt ist, für den Geschäftsverkehr die Usancen derjenigen Börse, an welcher die Aufträge ausgeführt werden sollen, massgebend sind.

Die Geschäftsbedingungen bedeuten, wie wir sehen, die autonome Regelung aller wichtigen Fragen des Effektenkommissionsgeschäftes, hinter welcher die Gesetzgebung völlig zurücktritt. Daraus erklärt sich auch der Widerspruch zwischen der gesetzlichen Regelung und der thatsächlichen Gestaltung dieses Geschäftsverkehrs.

II. Die thatsächliche Gestaltung des Effektenkommissionsgeschäftes.

Infolge der in Deutschland nun einmal üblichen Vermischung von Eigen- und Kommissionshandel hat sich die Gesetzgebung genötigt gesehen, dem bereits bestehenden Zustande ihre Sanktion zu erteilen und dem Kommissionär das Selbsteintrittsrecht zu verleihen, welches die Grundlage für das heutige Effektenkommissionsgeschäft bildet. Beabsichtigt irgend jemand einen bestimmten Betrag eines Wertpapieres zu kaufen oder zu verkaufen und er wendet sich zu diesem Behufe an einen Bankier, so tritt ihm stets dieser selbst als Verkäufer oder Käufer gegen-

¹⁾ Die Anerkennung erfolgt meist durch Unterzeichnung, wird aber nach Handelsrecht auch schon dann als erfolgt gelten können, wenn der Kunde, nachdem ihm die Bedingungen mitgeteilt sind, in Geschäftsverbindung mit dem Bankier tritt, ohne Einwände gegen dieselben zu erheben. Siehe Endemann l. c. S. 7 und G. Cohn in Endemanns Handbuch des Handelsrechts Bd. III S. 888 Ziff. 5.

über. Der Bankier erscheint also in den Augen seiner Kunden fast nie als eigentlicher Kommissionär, sondern stets als ein für eigene Rechnung übernehmender oder liefernder Börsenhändler; thatsächlich aber bleibt er, auch wenn er seinen Kunden gegenüber als Selbstkontrahent auftritt, der mit allen Rechten und Pflichten des Handelsgesetzbuches ausgestattete Kommissionär. Für dieses Verhältnis enthalten die Geschäftsbedingungen meist eine allgemeine Vereinbarung. Dieselbe geht aber nicht etwa dahin, dass der Bankier stets als Eigenhändler anzusehen sei, sondern nur dahin, dass er stets als Selbstkontrahent zu betrachten sei, falls die Ausführungsanzeige nichts Gegenteiliges mitteile. Die Folge einer derartigen Vertragsbestimmung für den Kommittenten ist, dass er sich seines Rechtes, statt des Selbsteintrittes des Kommissionärs „ein andres zu bestimmen“, ein für allemal begibt. Aber wenn der Kommittent dieses Rechtes auch nicht (durch die Anerkennung der Geschäftsbedingungen) verlustig geworden wäre, so fiel es ihm doch nie ein, von demselben Gebrauch zu machen; im Gegenteil, er will bei allen Börsenaufträgen nur seinen Bankier sich als Gegenkontrahent gegenüber sehen. Der Privatmann, der Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen wünscht, will nur mit seinem ihm vertrauenswert erscheinenden Bankier zu thun haben, er will gar nicht an einen Dritten verwiesen werden ¹⁾. Seine — dem Stand der Kurse nach ausführbaren — Aufträge finden dadurch, dass sein Bankier stets bereit ist, ihm als Käufer oder Verkäufer gegenüberzutreten, eine schnelle und prompte Erledigung, welche von augenblicklichen zufälligen Marktverhältnissen unabhängig ist ²⁾, ihm zugleich die Prüfung der Kreditwürdigkeit eines ihm völlig unbekannten Dritten erspart und für ihn endlich das Studium von Börsenusancen, der Technik des Effektenhandels, der Bestimmungen über Lieferbarkeit von Stücken und einer Menge dem Laien fernliegender

¹⁾ Vgl. hierzu Russell S. 589, Winterfeldt S. 601, Arnhold S. 347, Samuel S. 605 u. a.

²⁾ Die Notwendigkeit des Selbsteintritts in dieser Hinsicht wird ganz besonders von Bankiers der Provinzialbörsen betont, weil hier der Kreis der Käufer und Verkäufer an sich schon kleiner ist als an den Hauptbörsen. Vgl. Wolde S. 346 ff., Finck S. 1316.

Dinge überflüssig macht. Leiter grosser Kommissionsfirmen haben ausgesagt: wenn die Einrichtung, dass Bankiers ihren Auftraggebern gegenüber stets als Selbstkontrahenten gegenübertreten, nicht bereits bestünde, so würde sie vom Publikum geradezu erzwungen. Aber nicht nur für den Kommittenten, sondern auch für den Kommissionär bietet der Selbsteintritt unleugbare Vorteile. Der Bankier bedingt sich seinem Kunden gegenüber ein für allemal das Selbsteintrittsrecht aus, um sich diesem gegenüber eine rechtlich gesichere Stellung zu verschaffen. Er entzieht sich vor allem der Pflicht des Nachweises, ob und unter welchen Bedingungen er einen bestimmten Auftrag durch Abschluss mit einem dritten zur Ausführung gebracht habe. Dieser Nachweis könnte ihm einem chikanösen Auftraggeber gegenüber sehr schwer fallen; für das mit dem Dritten abgeschlossene Geschäft müsste der Kommissionär ausserdem die Delkrederehaftung übernehmen, deren Umfang nur wenig von der eigenen Haftung des Käufers und Verkäufers verschieden ist. Solchen (im Bericht der Enquetekommission eingehend dargelegten) Schwierigkeiten weicht der stets selbsteintretende Kommissionär aus. In kaufmännischen Kreisen ist man sich dieses Motives recht wohl bewusst; das beweist schon neben den vielen Sachverständigenaussagen die That-
sache, dass sämtliche¹⁾ der Enquetekommission vorgelegten Geschäftsbedingungen die erwähnte Bestimmung über den Selbsteintritt enthalten. Der Selbsteintritt der Bankiers ist also in weitaus der Mehrzahl der Fälle nur die juristische — die Rechenschaftsablegung vereinfachende — Form, welche die thatsächliche Ausführung der Aufträge durch Abschluss mit Dritten deckt; nach Ansicht Russells²⁾ ist dies bei vielleicht 95 % aller Geschäfte der Fall. Als Eigenhändler kann der Bankier nur in sehr seltenen Fällen auftreten, einmal wenn es sich um einige Anlagepapiere handelt, von welcher die Bankhäuser einen bestimmten Vorrat in ihren Tresors halten, und

¹⁾ Mit Ausnahme derjenigen einer einzigen Firma, deren Bedingungen jedoch nur für ihren Geschäftsverkehr mit Berliner Bankhäusern bestimmt sind. Siehe Endemann l. c.

²⁾ Stenogr. Ber. S. 596.

dann bei denjenigen Papieren, welche von ihnen selbst emittiert sind und später noch „patronisiert“ werden¹⁾; wollte der Bankier den Eigenhandel über diesen Rahmen hinaus ausdehnen, so würde er sich, wenn sein Geschäft nur einigermaßen umfangreich ist, in so ungeheure Engagements verwickeln, dass seine Stellung auch schon bei der kleinsten Krise unhaltbar wäre. Solide Kommissionshäuser schliessen daher fast stets ein entsprechendes Deckungsgeschäft ab²⁾. Ausser der gesicherten rechtlichen Stellung bietet der Selbsteintritt dem Kommissionär aber auch noch technische Vorteile, so die Möglichkeit, Aufträge im Wege der Kompensation³⁾ auszuführen. Vereinigen sich z. B. in der Hand eines Bankiers Kauf- und Verkaufsaufträge in Höhe einer Million, so braucht der Kommissionär für die zu verkaufenden Papiere nicht erst an der Börse Abnehmer und für die zu kaufenden Abgeber zu suchen, sondern er entledigt sich seiner Aufgabe einfacher, indem er die in seiner Hand vereinigten Kauf- und Verkaufsordres zum Börsenpreis gegeneinander abrechnet. Brächte er die Aufträge an die Börse, so hätte dies nur den einen Erfolg, dass dann noch die — in diesem Fall überflüssige — Thätigkeit der Makler in Anspruch genommen werden müsste, ohne dass in den meisten Fällen das Interesse der Auftraggeber besser gewahrt wäre als bei der Kompensation der Ordres durch den Kommissionär. Der solide Bankier muss vielfach auch den Selbsteintritt benutzen, um gegen seine Kunden in der Preisberechnung gleichmässig und gerecht verfahren zu können. Beim Termingeschäft ist es bei der Schnelligkeit, mit der sich die Kursschwankungen und der gesamte Börsenverkehr vollziehen, dem Bankier, der gleichzeitig eine grössere Anzahl von Aufträgen während der Börsenzeit erhält, gar nicht möglich, diese Aufträge alle gleichzeitig auszuführen; es ist ganz unvermeidlich, dass deren Ausführung zu verschiedenen Kursen erfolgt. Aus diesen vielleicht sehr verschiedenen Kursen ermittelt der reelle Bankier einen Durchschnittskurs und bringt

¹⁾ Vgl. besonders Winterfeldt S. 600.

²⁾ Russell S. 596, Kaempff S. 915.

³⁾ Vgl. Kopetzky S. 322.

diesen seinen Auftraggebern in Anrechnung, um nicht den einen günstiger zu behandeln als den andern — ein Verfahren, das ohne Selbsteintritt ganz unmöglich wäre ¹⁾).

Trotz manches neuen zu Gunsten des Selbsteintrittsrechtes geltend gemachten Gesichtspunktes ist es den von der Enquete-kommission vernommenen Sachverständigen doch nicht gelungen, die seit Einführung des deutschen Handelsgesetzbuches in der Fachliteratur gegen das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs erhobenen Bedenken zu beseitigen. Der Gesetzgeber glaubte den Kommittenten genügend geschützt, wenn dem Kommissionär nur „zum Börsenpreis“ der Selbsteintritt gestattet sei; diese Annahme hat sich in Wirklichkeit nur in beschränktem Umfang als richtig erwiesen. Zunächst entsteht die Frage, was ist im einzelnen konkreten Fall als Börsenpreis anzusehen? Wenn — wie auf dem Berliner Kassamarkt — alle Aufträge in Schwebe bleiben bis zur Ermittlung des Kurses und zu diesem — dem Einheitskurs — die ausführbaren Ordres dann als definitiv ausgeführt gelten, entsteht diese Schwierigkeit nicht; der Kurs, den der selbsteintretende Kommissionär in Anrechnung zu bringen hat, ist eben der „Einheitskurs“. Wenn dagegen, wie es an vielen Börsen der Fall ist, die Geschäfte zunächst thatsächlich abgeschlossen werden und erst auf Grund der bei diesen Abschlüssen zu stande gekommenen Kurse der amtliche Kurs ermittelt wird, so kann der selbsteintretende Bankier schon in die Lage kommen, seinen Kunden einen Kurs, den Börsenpreis, in Anrechnung bringen zu müssen, welcher differiert mit demjenigen, zu welchem er selbst mit einem Dritten das Geschäft abgeschlossen hat. Noch grösser wird die Schwierigkeit, wenn nicht nur zu verschiedenen Kursen „abgeschlossen“ wird, sondern wenn auch verschiedene Kurse für die einzelnen Phasen der Kursbewegung, wenn also mehrere „Börsenpreise“ festgestellt und veröffentlicht werden, wie dies beispielsweise für den Terminhandel allgemein der Fall ist. Wie hat sich hier die Praxis gestaltet²⁾? Zunächst besteht die

¹⁾ Vgl. Winterfeldt S. 601.

²⁾ Vgl. hierzu Kopetzky S. 331, Winterfeldt S. 603, Kaempff S. 912, Schwartz S. 2035, Weill S. 2050 u. a.

Usance, dass alle brieflichen oder telegraphischen Aufträge, die vor Beginn der Börse einlaufen und „bestens“ auszuführen sind, zum ersten Kurse ausgeführt werden müssen, der für den Berliner Terminmarkt nach Art des „Einheitskurses“ ermittelt wird. Limitierte Ordres werden, sobald das Limit erreicht ist, während der Börsenzeit einlaufende unlimitierte Aufträge sofort bei Empfang ausgeführt. Die Ausführung der Aufträge wird von den solideren und grösseren Kommissionshäusern den Auftraggebern fast stets telegraphisch angezeigt, wodurch der Augenblick der Meldung der Ausführung festgestellt ist. Die in den Kursblättern gegebenen Kursmeldungen enthalten aber nicht die Angabe der einzelnen Zeitpunkte, für welche die verschiedenen gemeldeten Kurse galten, und geben ausserdem nicht alle thatsächlich zu stande gekommenen Kurse, sondern nur die höchsten und niedrigsten derselben an. Infolgedessen besteht für die Auftraggeber nicht die Möglichkeit der Kontrolle darüber, ob der ihnen gemeldete Kurs mit dem zur Zeit der Ausführung thatsächlich gültig gewesenen übereinstimmt.

Provinzialbankiers greifen hier ihren Börsenkommissionären gegenüber zu einem sehr einfachen Mittel¹⁾, zur Teilung ihrer Ordres (wiederum ein Beweis dafür, dass mancherlei Missstände des Börsenwesens für den Sachkundigen nicht oder nur in geringem Grade vorhanden sind). Sind beispielsweise 45 000 Mk. eines Wertpapiere zu kaufen, so gibt der Provinzialbankier vielleicht drei Berliner Bankiers den Auftrag zum Kauf von je 15 000 Mk. und wird, wenn ihm einer einen ungünstigeren Kurs berechnen wollte als der andre, diesen sofort auf diese Thatsache hinweisen, er sucht sich also durch den Druck der Konkurrenz vor Schaden zu bewahren.

Im übrigen besteht keine ausreichende Kontrolle in der oben erwähnten Richtung; es fehlt vollends jede Möglichkeit derselben, wenn, wie es manchmal bei kleineren Bankiers und fast allgemein bei kleineren Aufträgen geschieht, die Anzeige der Ausführung erst nach Schluss der Börse brieflich erfolgt. Die Gelegenheit, „auf dem Rücken des Kommittenten zu speku-

¹⁾ Russell S. 598, Kaempff S. 912.

lieren“ und einen „Schnitt“ zu machen, ist dann in ihrer ganzen Vollkommenheit gegeben. Die Frage des „Kursschnittes“ und die Massregeln zur Beseitigung desselben haben im Vergleich zu wichtigeren Punkten der Börsenreform in den Untersuchungen der Enquetekommission und dem Bericht einen auffallend grossen Umfang genommen, so dass wir uns hier kurz fassen können. Angenommen, ein Bankier habe von einem seiner Kunden den Auftrag erhalten, 15 000 Mk. eines Effektes à 125 zu kaufen. Der Kurs sei an diesem Tage 125, falle dann auf 124,50 und sei schliesslich 124; der Bankier fasse den Entschluss, zum ersten Kurse von seinem Selbsteintrittsrecht Gebrauch zu machen, und teile die Ausführung des Auftrags zu diesem Kurse seinem Kunden telegraphisch mit, trete also diesem gegenüber zum Kurse von 125 als Verkäufer auf; zum Schlusskurs führe der Bankier ein Deckungsgeschäft aus, trete also einem Dritten gegenüber zum Kurse von 124 als Käufer auf und habe somit eine Kursdifferenz von 1 % gewonnen. „Ein solcher Kursschnitt,“ sagt der Sachverständige Kopetzky ¹⁾, „verstösst weder gegen das Gesetz, noch gegen die gute Sitte, noch gegen das Interesse des Kommittenten.“ Der Kommissionär ist in der That zu dem zur Zeit der Ausführung bestehenden Börsenpreis eingetreten und trägt nun das Risiko dieses Geschäftes, da er noch nicht weiss, ob statt des — ihm gewinnbringenden — Kursrückganges eine — ihm verlustbringende — Kurssteigerung erfolgen wird. Hier liegt also kein eigentlicher Kursschnitt vor, sondern ein Kursgewinn, wie ihn jeder „Tagesspekulant“ machen kann, ohne Kommissionär zu sein. Wäre dagegen beispielsweise ein Auftrag, 15 000 Mk. „bestens“ zu verkaufen, während der Börsenzeit an den Bankier gelangt und zwar zu der Zeit, als der Kurs bereits im Rückgang begriffen war, so wäre folgender Fall möglich: der Bankier führt seinen Auftrag durch thatsächlichen Abschluss mit einem Dritten à 124,75 aus — hat also keinerlei Risiko mehr —, wartet aber mit der Ausführungsanzeige noch einige Minuten zu, bis der Kurs weiter zurückgeht, und meldet dann zum Kurse von 124,25 seinem Kunden die Ausführung durch Selbsteintritt. In diesem Fall hätte der Bankier auf Kosten

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 337.

seines Kommittenten einen „Schnitt“ von $\frac{1}{2}$ 0/0 gemacht; noch grösser ist natürlich dieser Schnitt, wenn der Bankier seinem Kunden die Ausführung überhaupt nicht während der Börsenzeit meldet, sondern erst nach Schluss derselben — zum Kurse von 124. Ein derartiges Geschäftsgebaren fällt unter den Begriff der Untreue und ist nach Ansicht sämtlicher vernommener Börsenleute verwerflich; man hatte es aber seitens der Börsenvorstände bisher unterlassen, Einrichtungen zu schaffen, welche dem Kommittenten eine genauere Kontrolle über das Verhalten seines Kommissionärs ermöglichen und welche geeignet sind, diesen unreellen Betrieb des Kommissionsgeschäftes zu beschränken. Mag man die Kapitalverluste, welche das Publikum alljährlich durch „Kursschnitt“ erleidet, mit Graf Arnim auf viele Millionen schätzen oder mag man sie mit Lexis als die kleinen faux frais betrachten, die jeder Spekulant alsbald durch grossen Kursgewinn auszugleichen hoffe —, in jedem Falle beweist das eben geschilderte Gebaren, dass der Stand der Börsenkommissionäre Elemente enthält, welche sich nicht scheuen, das Vertrauen des Publikums zu ihrem Vorteil zu missbrauchen.

In noch höherem Grade zeigt sich dies in den Fällen, wo der Selbsteintritt des Bankiers zu einem Börsenpreis erfolgt, der nicht das Ergebnis der Marktverhältnisse, sondern der von dem Bankier selbst ins Werk gesetzten Manipulationen ist. Bei Wertpapieren, welche im Betrag von vielen Millionen von den grossen Banken in Verkehr gebracht wurden, ist in dieser Hinsicht eine Schädigung der Kommittenten gar nicht oder nur in geringem Masse zu befürchten; obwohl die Emissionshäuser die Kursgestaltung der von ihnen emittierten Papiere einige Zeit überwachen und durch geeignete Kauf- und Verkaufsgeschäfte auf einem gewissen Niveau zu halten suchen, sind doch solche Papiere schon wegen der Höhe ihres Gesamtbetrages unreeller Kursbeeinflussung fast gänzlich entzogen. Dagegen ist der Geschäftsbetrieb mancher kleinerer Bankhäuser um so bedenklicher. Polcke hat beispielsweise durch kleine an der Börse abgeschlossene Geschäfte die Kurse der Façonschmiedea Aktien beliebig dirigiert und diese Kurse dann den mit seinen Kommittenten für eigene Rechnung abgeschlossenen Geschäften

zu Grunde gelegt; ein solches Treiben ist um so leichter, da es ja gerade die Vertrauensstellung des Bankiers mit sich bringt, dass er die Spekulationslust seiner Klientel auf bestimmte Papiere hinlenken kann. Hier kommen auch die Fälle in Betracht, wo der Bankier seinen Kunden durch seine Ratschläge veranlasst, Spekulationsgeschäfte *à la baisse* oder *à la hausse* mit ihm einzugehen, und sich gleichzeitig — ohne ein Deckungsgeschäft abzuschliessen — in die entgegengesetzte Position stellt. Der Kunde, der hiervon keine Kenntnis hat, folgt dann den Ratschlägen des Bankiers, seines Gegenspekulanten, hinsichtlich der Eingehung, Fortsetzung und Abwicklung des Geschäftes und wählt hierfür die ungünstigsten Zeitpunkte, so dass für ihn Vermögensverluste unausbleiblich sind.

Aber nicht etwa das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs ist es, worauf die eben geschilderten Missstände in dem Verhältnis zwischen Bankier und Kunden zurückzuführen sind — denn ohne Selbsteintritt könnten die unreellen Elemente im Stande der Börsenkommissionäre durch Uebergang zum Eigenhandel oder Vorschieben von Strohmännern¹⁾ dieselben und wohl noch schlimmere Manipulationen vornehmen —, sondern in erster Linie ist es die Beschaffenheit der Personen. Im Geschäftsverkehr des soliden Bankiers mit seinen Kunden sind unter den bestehenden Einrichtungen, wie auch der Bericht der Kommission anerkennt, beide Teile zufrieden; die zu Tage getretenen Missstände haben sich nur bei einem Verkehr gezeigt, dessen Züge ihn ohnehin schon zu einem verwerflichen stem-peln: auf der einen Seite ein leichtgläubiges, gewinnsüchtiges, urteilsloses Publikum, auf der andern Seite ein durchaus sachkundiger, aber gewissenloser Bankier; für das Verhältnis dieser beiden Parteien wären die besten Gesetze und Einrichtungen der Welt so gut wie wirkungslos. Dazu kommt als zweite Ursache, auf welche die Missstände in dem Verhältnisse zwischen Kommissionär und Kommittenten zurückzuführen sind, die Ver-

¹⁾ Auf die Frage, ob auch angesehene Firmen zu diesem Mittel greifen würden, wenn ihnen der Selbsteintritt verboten wäre, erwidert der Leiter eines Bankhauses ersten Ranges: „Wir würden es ganz unbedingt thun müssen. Sie würden uns dazu zwingen, wenn Sie ein derartiges Gesetz machen.“ Kaemp f S. 919.

mischung von Propre- und Kommissionshandel; sie bedeutet die Verbindung von zweierlei, was prinzipiell unvereinbar erscheint: der Betrieb von Geschäften für eigene Rechnung und gleichzeitig das Handeln im Auftrag und für Rechnung dritter; dass daraus Interessenkollisionen entstehen können, unterliegt keinem Zweifel. Auf der eigenartigen Verbindung von Kommissions- und Proprehandel im deutschen Bankgewerbe beruhen aber auch alle weiteren Verwirrungen in dem Verhältnis zwischen Bankier und Kunden. Der heutige Börsenkommissionär, der Bankier, erfüllt nämlich seinem Auftraggeber gegenüber nicht nur die Funktion des Kommissionärs, sondern auch die des Kreditgebers, sowie des Verwahrers und Verwalters von Wertpapieren. Erhält der Bankier von einem Kunden den Auftrag zur Ausführung eines Börsengeschäftes, so fordert er, wenn ihm dieser nicht hinsichtlich seiner Zahlungsfähigkeit durchaus bekannt ist, eine gewisse „Deckung“ für das zu übernehmende Risiko, da ja der Bankier als Kommissionär dem dritten Kontrahenten allein für die Erfüllung (Art. 360, Abs. 2 des Handelsgesetzbuches) haftet, also seinerseits, wenn sein Kommittent zahlungsunfähig wird, den Verlust selbst zu tragen hätte. Bei Kaufaufträgen, bei Kassa- sowohl wie bei Zeitgeschäften, verlangt der Bankier von seinen Kunden den sog. „Einschuss“, der in Geld oder Wertpapieren (in diesem Falle auch „Depot“ oder „Unterpfand“ genannt) geleistet werden kann; im ersteren Fall bedeutet der Einschuss eine Anzahlung auf den Kaufpreis der zu erwerbenden Papiere, im letzteren Fall hat der Bankier an den hinterlegten Wertpapieren ein Pfandrecht (von dem später zu reden ist). Ausserdem hat der Bankier an den gekauften Papieren selbst ein gesetzliches Pfand- und Retentionsrecht bis zur völligen Zahlung des Kaufpreises. Beim Verkaufsgeschäft per Kasse ist eine derartige „Deckung“ des Bankiers nicht erforderlich, da er hier selbst kein Risiko zu übernehmen hat; anders dagegen beim Termingeschäft; denn hier erteilt der Kunde den Auftrag, Papiere zu verkaufen, die er noch nicht besitzt, die er aber zu einem späteren Zeitpunkt billiger einzukaufen hofft. Da diese Hoffnung auch fehlschlagen kann, muss der Bankier hier, um selbst gesichert zu sein, Einschuss fordern. Steigt nun — wider Erwarten

des Kunden — der Kurs der per Kassa oder per Ultimo verkauften oder fällt der Kurs der auf Zeit gekauften Wertpapiere, so verringert sich die ursprüngliche Sicherheit des Bankiers; er sieht sich daher gezwungen, der Kursbewegung entsprechende „Nachschüsse“ zu fordern, um den Status quo ante seiner eigenen Sicherheit wieder herzustellen. Wird der Nachschuss nicht in der vom Bankier geforderten Höhe geleistet, so wird das „Engagement gelöst“, es erfolgt „Zwangsregulierung“, d. h. bei einem Kaufauftrag per Kassa veräussert der Bankier die im Auftrage seines Kunden angeschafften Papiere einfach im Wege des Pfandverkaufs, bei Termingeschäften (Kauf- und Verkaufsgeschäfte) wird ein entsprechendes Gegengeschäft per Ultimo abgeschlossen. Die Differenz zwischen dem ursprünglichen — dem ersten Geschäfte zu Grunde liegenden — Vertragspreis und dem beim Pfandverkauf oder Gegengeschäft erzielten Preise hat der Kommittent zu tragen. Das Recht der Zwangsregulierung behält sich der Bankier auch dann vor, wenn der Kunde nicht rechtzeitig vor dem Ultimo seine Dispositionen über Prolongation bzw. Abwicklung des eingegangenen Zeitgeschäftes trifft. In der Praxis kommt dieser Fall meist nur dann vor, wenn der Kunde seine Spekulation fehlschlagen sieht und nicht mehr in der Lage ist, das eingegangene Geschäft weiter aufrecht zu erhalten. Die eben in Kürze geschilderte Technik des Einschuss- und Nachschusssystems und der damit verbundenen Zwangsregulierung beruht auf rein privater Vereinbarung¹⁾. In den Geschäftsbedingungen der Bankiers ist allenthalben eine Klausel enthalten, die etwa folgenden Inhalt hat: „Für laufende Engagements dürfen wir jederzeit Unterpfand bzw. Erhöhung des bereits gestellten verlangen, und falls unserer Aufforderung nicht Folge geleistet wird, die sofortige Lösung der Engagements für Rechnung unserer Kommittenten vornehmen.“ Diese Form ist — von wenigen Ausnahmen abgesehen — geradezu typisch. Das Charakteristische daran ist, dass hier Rechte und Pflichten des Bankiers

¹⁾ Eine gesetzliche Pflicht des Kunden zur Nachschussleistung und ein Recht des Bankiers zur Lösung des Engagements bei Nichtzahlung besteht nicht. Vgl. Endemann l. c. S. 31, G. Cohn (Endemanns Handbuch III S. 977), Bolze, „Praxis des Reichsgerichts“ Bd. 9 S. 412.

— nach dem Rechte des Stärkeren — völlig einseitig bestimmt werden: Zunächst ist es in weitaus der Mehrzahl der Fälle (in 16 von 21 der Kommission vorliegenden Geschäftsbedingungen) völlig in das Belieben der Bankiers gestellt, wann sie Nachschuss fordern wollen, d. h. um wie viel Prozent sich der Kurs zum Nachteil des Kommittenten verändert haben muss, bis der Bankier berechtigt ist, Nachschuss zu fordern. Der Bankier kann dies nach den Geschäftsbedingungen jederzeit ohne Angabe eines Grundes, ja selbst bei einer dem Kommittenten günstigen Kursbewegung fordern. Das zweite, was an den Geschäftsbedingungen auffällt, ist, dass dem Kommittenten meist keine oder eine nur ungenügende Frist zur Leistung des Nachschusses gewährt wird ¹⁾. Ist in den Geschäftsbedingungen ein Einschuss von bestimmter Höhe besonders vereinbart, so ist dieser Einschuss vom Kommittenten stets, auch ohne Aufforderung, in der vereinbarten Höhe zu erhalten, widrigenfalls teilweiser Verkauf bzw. Lösung der Engagements erfolgt. Am meisten sind die Rechte des Kommittenten eingeengt zu Gunsten derjenigen des Bankiers in folgender, den Geschäftsbedingungen einer Bankierfirma entnommenen Bestimmung: „Für laufende Engagements, sei es aus Kassa- oder Zeitgeschäften, dürfen wir jederzeit uns genügend erscheinendes Unterpfand bzw. Erhöhung desselben nach unsrer Wahl durch eingeschriebenen Brief oder mündlich verlangen. Unsre Kommittenten sind verpflichtet, spätestens eine Stunde vor Beginn der nächsten auf die Absendung an die angegebene Adresse oder auf die mündliche Erklärung der Aufforderung folgenden Börse dem gestellten Verlangen nachzukommen. Andernfalls steht uns das Recht zu, an dieser Börse die schwebenden Engagements

¹⁾ In 9 von den 21 der Kommission vorliegenden Fällen wird überhaupt keine Frist gestellt, sondern „sofortige“ oder „unverzügliche“ Zahlung gefordert. Eine Firma verlangt Nachschussleistung in der „von ihr gestellten Frist“, vier weitere fordern dieselbe „bis zum Beginne der nächsten Börse“, und eine „bis zum Beginn der am nächsten Werktag nach Abgang der Aufforderung stattfindenden Börse“; nur drei Firmen geben zwei Tage, eine Firma drei und eine vier Tage Frist. (Siehe „Systematische Darstellung der Geschäftsbedingungen von 21 Bankfirmen“ S. 6.)

nach unsrer Wahl ganz oder teilweise durch bestmöglichen Abschluss mit dritten oder durch Selbstübernahme zum Börsenkurs zu lösen.“ Im Geschäftsverkehr mit dem Bankhaus, das diese „Geschäftsbedingung“ aufstellt, ist es also sehr wohl denkbar, dass das Bankhaus die Zwangsregulierung vornimmt, bevor sein Kunde die Aufforderung zum Nachschuss überhaupt erhalten hat.

Dem Sachverständigen Kopetzky ¹⁾ sind in seiner Eigenschaft als Handelsrichter thatsächlich Fälle vorgekommen, wo der Kommittent sich verpflichtet hatte, auf erste Anforderung des Kommissionärs sofort das „Depot“ zu verstärken, widrigenfalls dieser zur Lösung des Engagements berechtigt sein sollte. „Ich habe mich,“ bemerkt hierzu der Sachverständige, „in solchen Fällen immer gewundert, dass es Leute gibt, die entweder, ohne sie zu lesen, oder, obschon sie sie gelesen haben, derartige Bedingungen acceptieren.“

Aus diesem und vielen ähnlichen Zeugnissen der Geschäftsleute ergibt sich wiederum, dass das Publikum manchmal zu leichtsinnig, manchmal zu wenig urteilsfähig ist, um sich die Tragweite solcher „Geschäftsbedingungen“ klar zu machen, besonders in Spekulationsperioden; „da,“ sagt Kaempff ²⁾, „unterschreibt das Publikum alles, denn es will spekulieren, spekulieren um jeden Preis.“ Aber wenn wir auch von Bestimmungen, welche sich durch ganz besondere Härte auszeichnen, absehen, so finden wir, dass auch die allgemein üblichen Geschäftsbedingungen über Einschuss, Nachschuss und „Zwangsregulierung“ den Bankiers geradezu an Willkür grenzende Rechte gegen ihre Kunden einräumen; wenn Vereinbarungen von dem oben als typisch geschilderten Inhalt die rechtliche Grundlage für den Geschäftsverkehr bilden, hängt es daher lediglich von der Qualität des Bankiers ab, ob dieser Geschäftsverkehr sich zu einem verwerflichen oder soliden gestaltet; es kommt also bei solchem Inhalt der Geschäftsbedingungen lediglich darauf an, wie sie gehandhabt werden ³⁾.

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 289.

²⁾ Stenogr. Ber. S. 910.

³⁾ Vgl. Kopetzky S. 284, Benary S. 290 u. a.

Die Vertragsbestimmung, dass der Bankier Nachschuss fordern und im Falle der Nichtzahlung alsbaldige „Zwangsregulierung“ vornehmen darf, dient dem reellen Bankier als letztes Hilfsmittel, um bei grossen Kursschwankungen einem zahlungsunfähigen Kommittenten gegenüber seine eigene Stellung zu sichern; dem unreellen Bankier dagegen dient dieselbe — vielleicht wörtlich gleichlautende — Bestimmung als geeignete Handhabe, um seinen Kommittenten „aus dem Engagement zu werfen“. Der reelle Bankier lässt, auch wenn in den Geschäftsbedingungen „sofortige“ oder „unverzügliche“ Nachschussleistung verlangt ist, im einzelnen Falle seinem Kunden hierzu thatsächlich eine — wenn auch kurz bemessene — Frist, ebenso wie dies beim Lombardverkehr der Reichsbank geschieht; der unreelle Bankier, der zu spekulativen Kassageschäften mit kleinem Einschuss verleitet, kann den Moment nicht erwarten, wo er die Zwangsrealisation vornehmen darf, besonders bei Papieren, deren Kurs er beeinflussen kann; sobald der Einschuss durch eine vom Bankier selbst herbeigeführte Kursveränderung absorbiert ist, wird Nachschuss gefordert, und bei Nichtzahlung die „Lösung des Engagements“ vorgenommen. Ebenso hat im Terminhandel, wo die Kurse zwar der Einwirkung des Einzelnen mehr entzogen sind, der unreelle Bankier manchmal geradezu ein Interesse daran, die Zwangsregulierung in dem für seinen Kommittenten ungünstigsten Moment vorzunehmen, nämlich in dem Falle, wo er selbst kein Deckungsgeschäft mit einem Dritten abgeschlossen hat, somit selbst in entgegengesetzter Richtung spekuliert, wie sein Kommittent; alles, was dieser an Ein- und Nachschuss geleistet hat, fliesst dann als Gewinn in die Tasche des Bankiers.

Der Hauptunterschied zwischen reellem und unreellem Betrieb des Kommissionsgeschäftes zeigt sich aber nicht erst in der Handhabung der Geschäftsbedingungen, sondern schon in dem früheren Stadium — in der Eröffnung der Geschäftsverbindung. Eine Reihe sehr achtbarer Kommissionsfirmen vermeidet es überhaupt, für ihre Privatkunden Spekulationsgeschäfte abzuschliessen¹⁾. Soweit sie dennoch solche aus-

¹⁾ Vgl. das Kapitel „Terminhandel“.

führen, geschieht es für Leute, welche ihnen nach Vermögensverhältnissen und Stand genügend bekannt sind oder für solche, welche bei Erteilung des Auftrages ein so bedeutendes Unterpfand zu stellen vermögen, dass die alsbaldige Nachschussforderung überflüssig wird. Die unreellen Bankhäuser bedienen sich dagegen eines grossen Apparates zur Anreizung zum Börsenspiel: Agenten, Zirkulare, Zeitungsartikel, Annoncen etc., und begnügen sich mit unverhältnismässig kleinen Einschüssen, die von geringen Kursveränderungen aufgezehrt werden und alsbaldige Nachschüsse nötig machen. Dieses „Sich mit geringem Einschuss begnügen“ macht im ersten Augenblick den Eindruck, als wollten sich die unreelleren Firmen, die meist auch zu den kleineren gehören, der Konkurrenz der grösseren durch weitgehendere Kreditgewährung erwehren; in Wirklichkeit aber bedienen sie sich, wie sich bald zeigen wird, dieses Mittels im Zusammenhang mit der autonomen Regelung des Depotwesens, um ihr unzureichendes Betriebskapital zu vergrössern¹⁾. Die Frage, auf welche es hierbei vor allem ankommt, ist, ob und unter welchen Voraussetzungen bei der Einkaufskommission der für seinen Kunden in Vorschuss gehende Bankier verpflichtet ist, die für Rechnung der Kunden gekauften Papiere demselben real anzuschaffen und unter Festhaltung ihrer Identität gesondert von seinen eigenen Beständen zu verwahren; diese Papiere könnten, wenn der Bankier mit einem Dritten ein Deckungsgeschäft abgeschlossen hat, von diesem geliefert sein, oder sie könnten, wenn der Auftrag nicht nur formell, sondern tatsächlich durch Selbsteintritt des Bankiers ausgeführt wurde, aus dessen Beständen am Erfüllungstage ausgesondert worden sein. Wie sich das bisher geltende Recht zu dieser Kardinalfrage des Effektenkommissionsgeschäftes stellt, ist bereits geschildert. Danach wäre spätestens vom Augenblick der Nummernaufgabe an der Kommissionär zur realen Vorhaltung der Papiere verpflichtet und der Kommittent als Eigentümer derselben zu betrachten. Diese Rechtslage erfuhr aber bisher wiederum eine wesentliche Verschiebung, und zwar wiederum zu Un-

¹⁾ Vgl. hierzu besonders Weber l. c. S. 44.

gunsten des Kommittenten, durch die Geschäftsbedingungen. Manchmal bestimmten dieselben, die für die Kunden ge- oder verkauften Effekten sollten ihrem Effektenkonto kreditiert oder belastet werden, den Kunden solle kein Forderungsrecht auf bestimmte Nummern, sondern nur auf eine bestimmte Summe des betreffenden Effektes zustehen. Hiernach könnte also der Kommittent auch dann noch keinen Anspruch auf Nummernaufgabe und die damit verbundene Eigentumsübertragung erheben, wenn der Kommissionär schon wegen seiner sämtlichen Forderungen befriedigt wäre. Manchmal ist auch für alle Depots — mögen sie eingeliefert, angekauft sein oder auf andre Weise in den Besitz des Bankiers gelangen — vereinbart, dass der Kommittent nur ein Rückforderungsrecht in genere hat, also nicht Eigentümer bestimmter Papiere wird bzw. bleibt. In andern Fällen wiederum lauten die Geschäftsbedingungen: „Die bei uns für Rechnung unsrer Kommittenten ruhenden Werteffekten werden nur auf ausdrückliche Vereinbarung gesondert verwaltet und verwahrt, andernfalls aber in unsre eigenen Bestände aufgenommen, ohne Rücksicht auf bestimmte Stückenummern. Ueber diese Bestände sind wir befugt frei zu verfügen, insbesondere in Bezug auf die uns jederzeit zustehende Befugnis zur Weiterlombardierung.“ In weitaus der Mehrzahl der Fälle (von den der Kommission vorliegenden Geschäftsbedingungen in 18 von 21 Fällen) wird also das Recht des Kommittenten, Nummernaufgaben zu fordern, ausgeschlossen oder wenigstens von besonderer Vereinbarung abhängig gemacht. Nur selten lauteten die Bedingungen: „Wir übernehmen mit gesetzlicher Haftung die Aufbewahrung der in Verbindung mit der laufenden Rechnung empfangenen Papiere.“

Trotz der auch in diesem Punkte grossen Gleichartigkeit der Geschäftsbedingungen, ist doch die Praxis der Bankiers, ebenso wie ihre Auffassung der Frage, unter welchen Voraussetzungen die in Ausführung eines Kommissionsauftrages vom Bankier gekauften Papiere in das Eigentum des Kunden übergehen, recht verschieden. Von den von der Enquetekommission vernommenen Geschäftsleuten will ein Teil das Eigentumsrecht des Kommittenten beginnen lassen „mit dem Moment,

wo er das Kommissionsgut bezahlt hat, sei es durch bare Zahlung oder durch ein bei dem Kommissionär in gesetzlich zulässiger Form kontrahiertes Darlehen“¹⁾. Im Gegensatz hierzu legen andre Sachverständige gar kein Gewicht darauf, ob der Bankier „das ganze Kapital, einen Teil oder unter Umständen gar nichts erhalten hat“²⁾, sondern betrachten den Kunden als Eigentümer, sobald er vom Bankier die Mitteilung erhält, dass die Stücke gekauft und als Pfand genommen sind. Andre Geschäftsleute wiederum betrachten den Bankier zwar bis zum Augenblick der völligen Zahlung des Kaufpreises als Eigentümer der gekauften Papiere, wollen aber dem Kommittenten gewisse Rechte an denselben einräumen, bei Aktien „beispielsweise das Vertretungsrecht bei Generalversammlungen“³⁾. Eine weitere unter Bankiers herrschende Ansicht ist⁴⁾, solange nicht der Kaufpreis voll entrichtet sei, begründe auch nicht einmal die Nummernaufgabe ein *constitutum possessorium*, sondern der Bankier habe das Recht der Weiterlombardierung der gekauften Papiere. Erwähnt sei noch die in direktem Gegensatz hierzu stehende Aeusserung des Sachverständigen Weidert⁵⁾: „Ich bin der Ansicht, dass derjenige, der als Selbstverkäufer auftritt, nicht nur die betreffenden Papiere zur Verfügung des Kommittenten halten muss, sondern dass die Papiere sofort in das Eigentum des Komit-

¹⁾ Schinckel S. 1317, der später noch hinzufügt: „Ergänzend möchte ich sagen, wenn ich jemandem geschrieben habe, ‚ich habe die Stücke in Pfand genommen‘, so ist es zweifellos, dass ich sie nicht anrühren darf.“

²⁾ Finck S. 1318.

³⁾ Salomon S. 1318.

⁴⁾ Kussel (S. 1438) bemerkt zwar ausdrücklich: „Ich bin eigentlich der Ansicht, dass ich berechtigt bin, auf Effekten, die nicht bezahlt sind, mir anderweit auch wieder Geld zu verschaffen, und ich glaube auch, dass nicht einmal die Nummernaufgabe davor schützt,“ scheint aber hier nicht seine Auffassung wiederzugeben, sondern die gewisser andrer Bankiers, denn er bemerkt weiter: „Also dem Manne sind seine Nummern aufgegeben, er ist aber durchaus nicht gesichert, wenn er es mit einem unredlichen Geschäft zu thun hat, dass seine Stücke auch im Tresor bei dem Manne ruhen.“

⁵⁾ Stenogr. Ber. S. 1717.

tenten übergehen, und dass nach dem heutigen Zustand der Dinge der Aufbewahrer der Papiere nicht das Recht hat, an einer Generalversammlung teilzunehmen“ (viel weniger das Recht der Weiterlombardierung). Auszufolgen hat der Kommissionär die Papiere erst dann, wenn ihm der Auftrag dafür erteilt und der Gegenwert erlegt wird. Er kann aber nicht sagen: „ich werde die Papiere erst beschaffen, nachdem das Geld dafür auf den Tisch gelegt worden ist. Das ist meine Auffassung.“

Die in diesen und vielen andern Aussagen der Sachverständigen¹⁾ niedergelegten Anschauungen der Börsenleute laufen auf folgende — bei den einzelnen mehr oder minder deutlich zum Ausdruck gekommenen — Gegensätze²⁾ in der Rechtsauffassung und dem Geschäftsbetrieb hinaus. Eine Kategorie von Bankiers — und zwar meist die kleineren, weniger kapitalkräftigen — glaubt, der selbst in Vorschuss gehende Kommissionär müsse nur die Verpflichtungen eines Genusverkäufers übernehmen, er müsse im stande sein, einen entsprechenden Betrag Papiere eiusdem generis in dem Moment, wo der Kommittent die Lieferung der Wertpapiere gegen Bezahlung des Kaufpreises verlange, zu liefern, um nicht nach den Grundsätzen, welche für den mit der Erfüllung säumigen Kontrahenten gelten, behandelt zu werden. Dementsprechend ist auch das Geschäftsgebahren, wobei Kassa- und Termingeschäft auseinanderzuhalten sind. Angenommen, ein Bankier erhalte von einem Kunden gegen einen Einschuss von Mk. 1000 den Auftrag, auf dem Kassamarkt Mk. 10 000 irgend eines Effektes zu kaufen. Diesen Auftrag kann der Bankier durch Selbsteintritt ausführen, ohne selbst ein Deckungsgeschäft abzuschliessen; dabei sind wiederum zwei Fälle möglich: entweder der betreffende Bankier besitzt die Papiere selbst, dann hält er sich nicht für verpflichtet, einen entsprechenden Betrag aus

¹⁾ Vgl. z. B. Ladenburg S. 1425, Sulzbach S. 1427, Goldschmidt S. 1721, Maier S. 1723/24 u. a.

²⁾ Besonders in den Aussagen des Sachverständigen Ladenburg, Stenogr. Ber. S. 1425, kommt dieser Gegensatz klar zum Ausdruck. — Vgl. auch Weber l. c. S. 40.

seinen eigenen Beständen auszusondern und nunmehr als depositum regulare seines Kunden zu betrachten; oder er besitzt die Papiere nicht selbst, dann hält er sich auch nicht für verpflichtet, sich vorläufig schon die Papiere zu beschaffen. Der Auftrag kann aber auch unter formellem Selbsteintritt durch thatsächlichen Abschluss mit einem Dritten ausgeführt werden; dann lässt sich der Bankier die Papiere liefern, betrachtet dieselben aber vorläufig als sein Eigentum, nicht als das seines Kunden, und lombardiert die Effekten, um nicht sein Betriebskapital festlegen zu müssen. In welcher dieser Arten der Auftrag auch vom Bankier ausgeführt sein möge, ihren Kunden gegenüber verfahren die hier in Betracht kommenden Bankiers meist folgendermassen: sie belasten dieselben für den Kaufpreis der Effekten unter Abzug oder Gutschrift der Einzahlung, erkennen sie gleichzeitig für die berechneten Wertpapiere „auf Stückekonto“, halten sich damit nur für verpflichtet, dem Kunden, sobald er den Kaufpreis erlegt, den berechneten Betrag von Wertpapieren dieser Gattung zu liefern und entziehen sich somit der Pflicht realer Vorhaltung spezialisierter Stücke. Im Termingeschäft ist dieses Endziel einfacher zu erreichen. Angenommen, ein Bankier habe für einen seiner Kunden einen Auftrag zum Kauf eines gewissen Betrages von Wertpapieren ausgeführt. Erfolgt während desselben Monats ein entsprechendes Gegengeschäft, so erfolgt die Erledigung des ganzen Geschäftes auf rein rechnerischem Wege, ohne dass Effekten in natura in die Hände des Bankiers gelangen. Ist kein Gegengeschäft erfolgt und will der Kunde am Ultimo die gekauften Papiere auch nicht beziehen, so prolongiert der Bankier unter Berechnung des Deports oder Reports das Geschäft, und so lange diese Prolongationen fortgesetzt werden, kann von einer realen Vorhaltungspflicht des Bankiers selbstverständlich keine Rede sein.

Anders verfährt die zweite Kategorie von Bankfirmen, und zwar meist die grösseren, kapitalkräftigeren, trotzdem der Inhalt ihrer Geschäftsbedingungen mit wenigen Ausnahmen der gleiche ist, wie bei den eben geschilderten Bankiers. Erhält solch ein grösseres Bankhaus von einem seiner Kunden den Auftrag zum Kauf eines gewissen Betrages eines Wertpapiere,

so erfolgt auch hier die Ausführung durch formellen oder thatsächlichen Selbsteintritt; auf alle Fälle werden aber bestimmte Papiere in natura für Rechnung des Kommittenten angeschafft und gesondert von den eigenen Beständen verwahrt. Dem Kommittenten wird der Kaufpreis berechnet für die „in Depot genommenen Stücke“ und derselbe in den Büchern der Bank belastet, eine etwaige Anzahlung wird ihm gutgeschrieben; für den Rest des Kaufpreises haften dem Bankier die gekauften Wertpapiere als Pfand. Als Eigentümer dieses Pfandes wird der Kommittent betrachtet, obgleich er auf Grund der Geschäftsbedingungen meist rechtlich nicht Eigentümer ist, sondern nur ein Forderungsrecht in genere besitzt.

Der Geschäftsbetrieb dieser Art ist unzweifelhaft solider, als der oben geschilderte, erfordert aber auch ein ungleich grösseres Betriebskapital, das den kleineren Kommissionsfirmen meist fehlt; sie sind nicht kapitalkräftig genug, um für ihre Kunden auf längere Zeit in Vorschuss zu gehen und, wenn sie von diesen nur einen Teil des Kaufpreises empfangen haben, grössere Posten von Wertpapieren anzukaufen und in ihre Tresors zu legen. Das geht deutlich aus der Aeusserung des Sachverständigen Ladenburg¹⁾ hervor: „Ich glaube, dass die Uebung, die Nummern der Stücke nicht aufzugeben, hauptsächlich daher gekommen ist, dass kleinere Häuser das Geschäft allerdings nur unter der Voraussetzung gemacht haben, dass sie in ihren Betriebsmitteln nicht erheblich durch das betreffende Geschäft geschädigt werden.“ — — „Also wenn 10 % Einschuss vom Auftraggeber geleistet worden sind, und sie 90 % in das Geschäft stecken sollen, so ist das eine Voraussetzung, die seither, glaube ich, namentlich von vielen kleinen Häusern nicht geteilt wurde, und nimmt man diesen Standpunkt ein, so ist es selbstverständlich, dass, um die Geschäfte der kleinen Häuser nicht zu schädigen, damit fortgefahren werden müsste, wie es seither Gebrauch war. Dass aber hierin gewisse Missstände auch inbegriffen sind, ist ja zweifellos.“ Wie wahr besonders der letzte Satz ist, hat sich leider an

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 1425. Vgl. hierzu auch das Zeugnis eines Vertreters des kleinen Bankgewerbes: Kussel S. 1438.

dem Geschäftsgebaren von Hugo Löwy, Friedländer & Sommerfeld, Hirschfeld & Wolf u. a., als es zu spät war, gezeigt. Wir gelangen somit zu dem Ergebnis, dass ausser den bisher festgestellten Erfordernissen zu einem soliden Betriebe des Kommissionsgeschäftes auch ganz besonders Kapitalkraft erforderlich ist und dass es hieran einem Teile der heutigen Effektenkommissionäre fehlt.

Ueber das Pfandrecht des Bankiers enthalten die Geschäftsbedingungen gewöhnlich eine Bestimmung folgenden Inhalts: „Alle für Rechnung unsrer Kunden bei uns ruhenden oder zu unsrer Verfügung stehenden Fonds und sonstigen Wertstücke — mögen sie durch Kommissions- oder sonstige Geschäfte in unsern Besitz gelangt sein — dienen uns als Faustpfand zur Sicherheit aller uns gegen den betreffenden Kunden zustehenden Wechsel- oder sonstigen Forderungen; wir sind befugt, falls unsre Schuldner im Verzuge sind oder einer Zahlungsaufforderung nicht ungesäumt Folge leisten, mit diesen Wertstücken in Gemässheit des Art. 311 des Handelsgesetzbuches zu verfahren.“

Das gesetzliche Pfandrecht¹⁾ des Kommissionärs erfährt hier also eine Erweiterung in doppelter Hinsicht: einmal wird es nicht auf das Kommissionsgut beschränkt, sondern auf alles, was aus irgend welchem Anlass durch „sonstige Geschäfte“ in die Hände des Bankiers gelangt, ausgedehnt, sodann wird dem Bankier das Recht eingeräumt, sich „ohne gerichtliche Intervention“ oder ohne jegliche „gerichtliche Einmischung“ durch direkten Verkauf des Pfandes zu befriedigen; über die Rechtsgültigkeit dieser Abmachung wurde oben bereits gesprochen.

Missstände haben sich nach den Sachverständigenvernehmungen aus dem bisherigen Pfandrechte des Kommissionärs hauptsächlich in den Fällen ergeben, wo es sich um ein Zusammenwirken mehrerer Bankiers handelt. Wenn nämlich ein Privatmann seinem Bankier in der Provinz Wertpapiere zur Vornahme irgend einer Verwaltungshandlung oder zum Verkauf übergibt, so muss dieser seinerseits sich nicht selten an den Bankier eines Börsenplatzes wenden und von diesem den be-

¹⁾ Siehe oben S. 158.

treffenden Auftrag ausführen lassen. Hierbei ist es bisweilen vorgekommen, dass Kommissionäre der Börsenplätze ein Pfandrecht an Papieren, welche der Provinzialkundschaft gehörten, geltend gemacht haben wegen Forderungen, die sie wohl an den Provinzbankier, nicht aber an dessen Kunden hatten. Diesem Unwesen haben die grossen Banken der Börsenplätze selbst schon zu steuern gesucht durch die Scheidung von „Eigen- und Kundendepots“; das neue Depotgesetz schafft hier vollends durch geeignete Vorschriften und Strafbestimmungen Abhilfe.

Das „Pfandrecht“ verdient nur noch in einer Hinsicht nähere Beachtung, nämlich wenn wir uns der Kaufgeschäfte per Kassa mit geringem Einschuss erinnern, bei welchen der Bankier nur die „Lieferungsbereitschaft“ garantiert, ohne in eigenem Bestande oder durch Lieferung seitens eines Dritten die betreffenden Wertpapiere zu besitzen. Wird hier der geforderte Nachschuss nicht geleistet, so nimmt der Bankier nur dem Schein nach „Zwangsregulierung“ vor; er schreitet angeblich zum Pfandverkauf von Papieren, die er thatsächlich gar nicht besitzt. In diesem Falle erteilt er einem vereideten Makler den Auftrag zum Verkauf des betreffenden Betrages von Wertpapieren und tritt selbst gleichzeitig als Käufer auf. Er nimmt also einen „fiktiven“ Pfandverkauf vor, der in diesem Falle den würdigen Schluss einer ganzen Reihe rein fiktiver Handlungen bildet. „Das Bankhaus,“ sagt Weber¹⁾ sehr treffend, „macht im Wege des Selbsteintritts das Geschäft ‚in sich‘, es nimmt am Stichtage fiktive Papiere in ein ‚fiktives‘ Depot und belastet den Kunden für eine Summe, die es gar nicht ausgelegt hat, oder es ‚prolongiert‘ wiederum ‚in sich‘ das angebliche Geschäft, schafft einen fiktiven Kurs, zeigt mangels Nachschusses eine ‚fiktive Zwangsregulierung‘ an und befriedigt sich aus dem Einschuss des Kunden, der bislang faktisch eine Vermehrung des Betriebskapitals der Bank, angeblich aber eine Sicherheit für rein fiktive Kreditgewährung gebildet hatte“ — gewiss ein unerfreuliches Bild dessen, was unter den bisher bestehenden Zuständen möglich war. —

¹⁾ L. c. S. 46. — Vgl. auch Senatspräsident Dr. Wiener S. 1716 bis 1718.

Die Erhebungen der Enquetekommission über das Börsenkommissionsgeschäft liefern folgendes Ergebnis:

Trotz der grossen Gleichartigkeit der Einrichtungen und der auf freier Vereinbarung der Parteien beruhenden Rechtslage (siehe die Einheitlichkeit der Geschäftsbedingungen) ist das Geschäftsgebaren der Bankiers hinsichtlich seiner Solidität sehr verschieden. Im Geschäftsverkehr der reellen — meist auch grösseren — Bankhäuser haben sich fast keine Missstände ergeben. Der Geschäftsbetrieb des unreellen — meist zugleich kapitalschwächeren ¹⁾ — Bankiers besteht manchmal in einer Kette betrügerischer Manipulationen. Wir ziehen daraus den Schluss, dass die Hauptquelle der im modernen Effektenkommissionsgeschäft zu Tage getretenen Uebelstände in erster Linie nicht in den bestehenden Einrichtungen zu suchen ist, sondern in der Beschaffenheit der Personen und der Kapitalkraft derjenigen, welche das Kommissionsgeschäft betreiben — ein Ergebnis, das für die Frage der Reform von geradezu grundlegender Bedeutung ist.

¹⁾ Hierbei soll nicht geleugnet werden, dass es auch eine ganz beträchtliche Zahl kleiner Bankfirmen von unbedingter Solidität und Vertrauenswürdigkeit gibt.

V.

Die Reformfrage.

Die Börsenenquetekommission hatte sich ihrem Auftrage entsprechend nicht auf eine Feststellung der bisherigen tatsächlichen Zustände des Börsenwesens zu beschränken, sondern hat ihre Hauptaufgabe in der Aufstellung eines Reformprogrammes erblickt, in welchem die bestehenden Zustände nur insoweit zur Sprache kommen, als dies zur Motivierung der einzelnen Reformvorschläge erforderlich schien. Die Ergebnisse, welche die Enquete nach dieser Richtung geliefert hat, sind — ebenso wie der hierauf gestützte am 1. Juni 1895 veröffentlichte bundesrätliche „Entwurf eines Börsengesetzes“ — an früherer Stelle¹⁾ wiedergegeben. Die Frage der Börsenreform ist inzwischen weitergediehen, ja sie hat vorläufig ihren Abschluss gefunden in dem Börsengesetz vom 22. Juni 1896. Obwohl dieses Gesetz in sehr vielen seiner Bestimmungen nach Inhalt und Wortlaut fast ganz mit dem bundesrätlichen Entwurfe übereinstimmt, weicht es doch in einigen wesentlichen Punkten von demselben ab. Dahin gehört besonders:

1. Der zu errichtende „Börsenausschuss“, welcher die der Beschlussfassung des Bundesrates überwiesenen Angelegenheiten als Sachverständigenorgan zu begutachten hat, erfährt eine andere Zusammensetzung; nicht zwei Drittel,

¹⁾ Siehe Münchener volkswirtschaftliche Studien 15. Stück, P f l e g e r und G s c h w i n d t, Börsenreform in Deutschland S. 19 ff.

wie im Entwurf vorgesehen war, sondern nur die Hälfte der Mitgliederzahl soll durch die Börsenorgane zur Wahl vorgeschlagen werden können.

2. Die für jede einzelne Börse zu errichtende „Zulassungsstelle“ (von der Enquetekommission „Emissionsbehörde“ genannt), welche über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel zu entscheiden hat, soll nach dem Entwurf mindestens zu einem Drittel aus Personen bestehen, welche sich nicht gewerbsmässig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligen; nach dem Gesetz muss mindestens die Hälfte dieses Kollegiums aus Leuten bestehen, welche nicht in das Börsenregister für Wertpapiere eingetragen sind.

3. Für die Pfandbriefe der unter staatlicher Aufsicht stehenden Pfandbriefinstitute kann die Landesregierung nach dem Börsengesetz Befreiung vom Prospektzwang verfügen.

4. Auf dem Gebiet der Kursfeststellung trifft das Börsengesetz folgende Aenderung des bundesrätlichen Entwurfes: nur Geschäfte, welche durch Vermittlung von Kursmaklern abgeschlossen sind, haben Anspruch auf Berücksichtigung bei der amtlichen Kursfeststellung; dagegen darf der Börsenvorstand auch andere Geschäfte berücksichtigen.

Ferner soll die Kursfeststellung heimlich stattfinden. Während der bundesrätliche Entwurf nur bestimmte, die Kursfeststellung solle für Kassa- und für Zeitgeschäfte durch den Börsenvorstand unter Mitwirkung von Kursmaklern als Hilfspersonen erfolgen, schreibt das Börsengesetz ausdrücklich vor: „Bei der Feststellung darf ausser dem Staatskommissär, dem Börsenvorstand, den Börsensekretären, den Kursmaklern und den Vertretern der beteiligten Berufszweige, deren Mitwirkung die Börsenordnung vorschreibt, niemand zugegen sein¹⁾).

5. Nach dem Börsengesetz ist der Terminhandel in

¹⁾ Diese Bestimmung könnte leicht missverstanden werden. Es handelt sich hier nämlich nur um die eigentliche Feststellung des amtlichen Börsenpreises, nicht um das bisher in Berlin übliche Verfahren des Kursmachens, welches vor wie nach unter der Kontrolle aller anwesenden Börsenbesucher stattfindet. Vgl. Bericht der IX. Kommission zur Vorberatung des Entwurfes eines Börsengesetzes — Nr. 14 der Drucksachen des Reichstages S. 10.

Getreide- und Mühlenfabrikaten, sowie in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen untersagt.

6. Im Börsengesetz ist unter den Bestimmungen bezüglich des Terminregisters folgender Passus des bundesrätlichen Entwurfes gestrichen: „Hat nur eine der Parteien im Inlande einen Wohnsitz oder eine gewerbliche Niederlassung, so ist auch die Eintragung dieser Partei nicht erforderlich (sc. zur rechtlichen Wirksamkeit des Geschäftes), sofern das Geschäft zu ihrem Gewerbebetrieb gehört.“

Im übrigen ist das Börsengesetz nur in untergeordneten Fragen von der Regierungsvorlage abgewichen, welche ihrerseits, wie bereits erwähnt, in ihren einschneidendsten Reformvorschlägen durchaus die Tendenzen der Enquetekommissionsbeschlüsse billigt und befolgt.

Auf diese Weise haben sich alle wichtigen in den Enquetebeschlüssen vorgeschlagenen Neuerungen in das Reichsbörsengesetz fortgepflanzt, nämlich — um dies hier kurz zu wiederholen — :

1. Einsetzung eines Staatskommissärs und weitgehende staatliche Aufsicht über die Börse;

2. Verschärfung der Haftung der Emissionshäuser;

3. Beseitigung des Differenzeinwandes; Terminregister, Bestrafung des Börsenwuchers;

4. Aufhebung der Bestimmungen, welche den vereideten Maklern Geschäfte für eigene Rechnung verbieten.

Um diese Hauptpunkte gruppieren sich Vorschriften, welche teils die Weiterbildung bestehender Einrichtungen bezwecken, teils die Einführung der vorgeschlagenen erleichtern sollen.

Das Reichsbörsengesetz wird somit — rein äusserlich betrachtet — als Endergebnis der Arbeiten der Enquetekommission erscheinen. Prüfen wir nun, ob dasselbe im Einklang steht mit den thatsächlichen Ergebnissen der Börsenenquete, besonders des Sachverständigenverhöres, so entstehen folgende Fragen: Ist der Sitz der Schäden richtig erkannt? Sind die im Gesetz ergriffenen Massregeln geeignet, den zu Tage getretenen Missständen entgegenzuwirken? Sind etwa Missstände vorhanden, welche durch das Gesetz nicht getroffen werden?

Werden durch die im Gesetz eingeschlagenen Wege nicht berechnigte Interessen geschädigt und wird nicht die Börse in Ausübung ihrer wichtigen Funktionen gehemmt?

I. In zwei Punkten stimmt das Börsengesetz mit den Ergebnissen der Enquete bis zu einem gewissen Grade überein, nämlich einmal in der Reform des Maklerwesens, zum andern in der Beseitigung des Differenzeinwandes. Aus der Schilderung der bestehenden Zustände hat sich ergeben, dass die hanseatischen Börsen das Institut der vereideten Makler beseitigt haben, dass dem Frankfurter Fondsmakler¹⁾ das Recht, Geschäfte für eigene Rechnung abzuschliessen und Bürgschaft zu leisten unter gewissen Voraussetzungen zugestanden werden musste und endlich, dass es „ein offenes Geheimnis“ ist, dass der Berliner Fondsmakler durch die Anforderungen des Verkehres gezwungen wurde, seiner beschworenen Pflicht untreu zu werden und die wichtigste Schranke, welche ihm das Handelsgesetzbuch gezogen hatte, das Verbot, nicht für eigene Rechnung zu kontrahieren, fast täglich zu durchbrechen. Die vereideten Makler, wie sie das Handelsgesetzbuch vorschreibt, sind somit eine Institution, die in dieser Form nicht länger aufrecht erhalten werden konnte und nach Uebereinstimmung sämtlicher Sachverständigen dringend der Reform bedurfte. Ueber die Wege, wie dieselbe herbeizuführen ist, waren die Ansichten geteilt, es machen sich in dem Sachverständigenverhör drei Gruppen von Vorschlägen bemerkbar:

I. Das Institut der vereideten Makler ist in seiner früheren Reinheit wieder herzustellen; sie sind nach wie vor mit der Kursfeststellung zu betrauen²⁾.

II. Das Institut der vereideten Makler ist ganz zu beseitigen; die Kursfeststellung ist anderen Organen (besonderen Bureaux etc.) zu übertragen³⁾.

¹⁾ Der offizielle Titel ist „beeidigter Kursmakler“.

²⁾ Vgl. Favreu S. 688, v. Wallenberg-Paschaly S. 858, Finck S. 1253.

³⁾ Hinrichsen S. 689, Schinckel S. 1251, Lappenberg S. 1393, Wolde S. 204.

III. Das Institut der vereideten Makler ist beizubehalten, sie sind nach wie vor mit der Kursfeststellung zu betrauen, aber den Anforderungen des Verkehrs entsprechend hat eine Reform stattzufinden¹⁾.

Ad I. Der erste Vorschlag ist nur durchführbar, wenn die vereideten Makler das Monopol erhalten, an der Börse Geschäfte abzuschliessen; eine solche Monopolisierung des Maklerstandes stünde aber mit der ganzen Entwicklung des deutschen Börsenwesens in grellstem Widerspruch. Wie wollte man denn die Leute, welche auf Grund der bestehenden Vorschriften zur Börse zugelassen sind, daran hindern, dass sie nun auch Geschäfte an der Börse abschliessen? Etwa dadurch dass man diese Geschäfte für rechtsunwirksam erklärte? Eine solche Bestimmung würde die Sicherheit des ganzen Börsenverkehrs in seinen Grundfesten erschüttern. Welche Gestalt die Börse bei der Monopolisierung des Maklerstandes annimmt, zeigt am besten die Pariser Börse. Die Agents de change besitzen hier rechtlich das Monopol zum Abschluss von Börsengeschäften und trotzdem ist neben ihnen eine Kulisse entstanden, in der sich täglich ungeheure Umsätze vollziehen. Ausser der — praktisch nicht durchführbaren²⁾ — Monopolisierung des Maklergewerbes wäre aber auch noch die Schaffung eines besonderen, anderen Vorschriften unterliegenden Maklerstandes für den Terminmarkt die unausbleibliche Folge des in Rede stehenden Vorschlages; denn der Terminmarkt erfordert, wie wir früher gesehen haben, unbedingt Makler, welche das Recht besitzen, für eigene Rechnung Geschäfte abzuschliessen und Bürgschaft zu leisten.

¹⁾ Benary S. 200, Alexander S. 542, Bamberger S. 690, Goldberger S. 694 ff., v. Guaita S. 876, Dr. Basch S. 1000, v. Pflaum S. 1677 ff., Dr. Simon S. 1673, Lehmann S. 1674, Goldschmidt S. 1687, Christians S. 1812, Weill S. 1696, Schwartz S. 1991 u. a.

²⁾ In einem Falle allerdings wäre die Monopolisierung meines Erachtens denkbar, nämlich wenn für den Effektenhandel Einrichtungen geschaffen würden, wie sie in den Liquidationskassen für den Warenhandel bestehen — ein Projekt, auf dessen genauere Prüfung man jedoch in der Börsenenquete nicht eingegangen ist.

Ad II. In erster Linie waren es Vertreter hanseatischer Börsen, welche für Freigabe des Maklergewerbes plädierten. Die dort übliche Kursfeststellungsmethode beruht, wie wir gesehen haben, darauf, dass die Makler auf Grund der ihnen gemachten Angaben über thatsächlich abgeschlossene Geschäfte die Kurse ermitteln. Aber von den hanseatischen Börsenleuten selbst wurde zugegeben, dass dieses Verfahren das Zustandekommen einer unrichtigen Notiz nicht ausschliesst. Einerseits ist niemand verpflichtet, ein von ihm abgeschlossenes Geschäft zur Kursfeststellung anzugeben, andererseits ist die Befürchtung, es könnten auch Notizen von fingierten Geschäften berücksichtigt werden, doch sehr begründet. Diese Gefahren wären für die Berliner Börse, welche einen viel grösseren Geschäftskreis und anders geartete Einrichtungen besitzt, ohne Zweifel noch viel grösser¹⁾. Daher haben auch die Sachverständigen der Berliner Fondsbörse, welche Freigabe des Maklergewerbes forderten²⁾, nicht die Hamburger Einrichtungen als Vorbild hingestellt, sondern wollen eine Scheidung in der Doppelfunktion des vereideten Maklers herbeiführen, dem sowohl die Vermittelung von Geschäften, wie die amtliche Kursfeststellung bisher oblag. Die erstere Thätigkeit soll freigegeben, die letztere anderen Organen übertragen werden, beispielsweise nach dem Winterfeldt'schen Vorschlag einem Bureau, „welches unter der Kontrolle der Börsenkommissärs von Beamten der Kaufmannschaft verwaltet und in Abteilungen für bestimmte Wertpapiere geschieden wird“. Dieses Bureau solle alle Angaben, welche bisher den vereideten Maklern gemacht wurden, bis zu einer gewissen Zeit entgegennehmen, es hätte bei der Art seiner Zusammensetzung kein eigenes Interesse an den Kursen. Alle Vorschläge, welche in dieser Richtung gemacht wurden, leiden aber an einem Hauptfehler: sie versäumen, eine Kontrolle für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben zu schaffen, welche die Grundlage der Kursfeststellung bilden. Eine solche Kontrolle ist aber nur durch die mitten

¹⁾ Vgl. die Ausführungen Bambergers und Goldbergers über die Aeusserungen Hinrichsens zu Frage 13 des Fragebogens der Enquete.

²⁾ Siehe besonders Winterfeldt S. 527 ff., Samuel S. 551.

im Geschäftsverkehr stehenden Makler möglich; „ich wüsste gar nicht,“ sagt Russell¹⁾, „wie die Kursfeststellung überhaupt erfolgen soll, wenn ich mir die Hauptkenntnisquelle, nämlich die Mitwirkung desjenigen, welcher die Geschäfte vermittelt hat, verschliesse“. Von sämtlichen Sachverständigen, welche Freigabe des Maklergewerbes und Kursfeststellung durch besondere Organe forderten, vermochte keiner ein einwandfreies Verfahren für richtige Kursermittlung anzugeben.

Ad III. Eine dritte Gruppe von Sachverständigen, und zwar weitaus die Mehrzahl der für die Fondsbörse berufenen Vertreter sucht zwischen den beiden besprochenen Richtungen eine vermittelnde Stellung einzunehmen. Weder starres Festhalten an Vorschriften, welche sich überlebt haben, noch Beseitigung aller Schranken, welche der Gesetzgeber dem amtlich bestellten Vermittler von Handelsgeschäften gezogen hat, sondern eine Umgestaltung der bestehenden Einrichtungen, welche den Anforderungen des modernen Börsenverkehrs entspricht, soll der Weg zur Reform des Maklerwesens sein. Die Vertreter dieser Ansicht befürworteten, man solle das Institut der vereideten Makler beibehalten, ihnen aber das Recht, für eigene Rechnung Geschäfte abzuschliessen und Bürgschaft zu leisten, verleihen. Die Ansichten gingen jedoch auseinander über die Massregeln, welche zur Verhütung eines Missbrauches dieser Rechte zu treffen seien. Im allgemeinen war man in den Kreisen der Bankiers, wie der Makler darüber einig, dass die Makler nur ungerne Geschäfte für eigene Rechnung abschliessen und dies zu vermeiden suchen, wo es irgendwie möglich ist. Sogar der freie Handelsmakler der Hamburger Börse beschränkt seine Thätigkeit auf die Vermittlung, wenn er nicht durch die Anforderungen des Verkehrs zum Selbsteintritt gezwungen wird. Dass bei Verleihung des Rechtes zu Börsengeschäften die Makler in grossem Umfang Spekulationsgeschäfte betreiben werden, ist nach dem Urteil erfahrener Sachverständiger nicht zu erwarten. Um aber einer solchen Entwicklung, die immerhin möglich ist, vorzubeugen, wurden folgende Vorschläge gemacht:

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 525.

a) der Makler soll nur insoweit als Selbstkontrahent auftreten dürfen, als dies zur Ausführung seiner Aufträge nötig ist; bevor er einen Teilbetrag eines ihm gegebenen Auftrages selbst übernimmt, soll er seine Absicht dem anwesenden Börsenkommissär und dem Publikum bekannt geben. Ein ähnliches Verfahren ist auf dem Berliner Kassamarkt bereits bisher üblich.

b) Analog der in Frankfurt bereits bestehenden Praxis wurde eine Vorschrift befürwortet, wonach der Makler verpflichtet sein soll, seinen Auftraggeber davon zu unterrichten, dass er selbst als Gegenkontrahent einzutreten wünsche. Zu diesem Zwecke müsste er in der Schlussnote sich als solchen angeben; der Vermerk „an Aufgabe“ würde dann wegfallen. Der Auftraggeber würde dann veranlasst sein zu prüfen, ob ihm durch den Selbsteintritt des Maklers nicht Nachteile erwachsen.

c) Die hauptsächlichste Garantie für richtigen Gebrauch der dem Makler zu gewährenden Freiheit erblicken die Sachverständigen in der Börsendisziplin. Die von den Maklern über alle Aufträge und Geschäftsabschlüsse zu führenden Hand- und Tagebücher sollen von der Börsenbehörde häufiger eingesehen werden. In Fällen, wo sich ein Makler als Spekulant entpuppt, sollen geeignete Strafbestimmungen eingreifen, wie Versetzung in eine weniger einträgliche Maklergruppe, zeitweiliger oder dauernder Ausschluss von der Börse etc.

Die Ansicht der Sachverständigen der letztbesprochenen Kategorie hat die Enquetekommission zu der ihrigen gemacht, auf diesem Boden stehen die Enquetebeschlüsse, der bundesrätliche Gesetzentwurf und das Börsengesetz. Es soll somit der thatsächlich bereits bestehende Zustand des Maklerwesens gesetzliche Sanktion erhalten¹⁾. Die blosse Maklerfunktion versieht der mit den Rechten des Börsengesetzes ausgestattete „Kursmakler“ zweifellos besser als der durch alle bisherigen Vorschriften des Handelsgesetzbuches eingeeengte vereidete Makler; wie verhält es sich aber mit der zweiten bisherigen Ob-

¹⁾ Ueber die näheren Bestimmungen vgl. Münchener volkswirtsch. Studien 15. Stück, Pflieger und Gschwindt l. c. S. 42 ff.

liegenheit des vereideten Maklers, mit der Kursfeststellung? Nach dem Börsengesetz sollen nur die durch Vermittelung eines Kursmaklers abgeschlossenen Geschäfte Anspruch auf Berücksichtigung bei der amtlichen Feststellung des Börsenpreises haben, allerdings unbeschadet der Berechtigung des Börsenvorstandes, auch andere Geschäfte zu berücksichtigen. Die Bestimmungen über die „Kursmakler“ zielen darauf hin, sie zu hindern, Spekulanten und Kommissionäre zu werden und als solche irgend welches persönliche Interesse an der Kursentwicklung zu gewinnen; in dieser Erwartung hat man die Kursfeststellung der Hauptsache nach in die Hände der „Kursmakler“ gelegt. Die Enquetebeschlüsse, der Entwurf und das Börsengesetz beruhen auf dieser Voraussetzung; ob sie richtig ist, kann nur die Zukunft lehren. Angenommen, sie wäre richtig, so bleibt noch folgendes Bedenken. Neben dem „Kursmakler“ wird auch in Zukunft der freie Makler seine Thätigkeit entfalten. Seiner ist im Börsengesetz mit keinem Worte gedacht, — zweifellos eine Folge der geringen Beachtung, welche ihm die Börsenenquetekommission zu teil werden liess. Der freie Makler ist durch keinerlei Bestimmungen eingeengt, die Geschäfte, welche er für eigene Rechnung und auf eigenen Namen abschliesst, unterliegen keiner Kontrolle, er kann Aufträge von Auswärtigen entgegennehmen, er kann in der Form der Einzelunternehmung, der offenen Handelsgesellschaft, oder wie sonst es ihm beliebt, den Geschäftsbetrieb einer Maklerbank zu seinem Gewerbe machen, kurz, er hat alle Freiheiten, welche der Kursmakler nicht hat, und wird deshalb auch in Zukunft eine nicht zu unterschätzende Rolle in der Makelei spielen; die von ihm abgeschlossenen Geschäfte müssen, wie dies heute schon beim Berliner Wertpapierterminhandel geschieht, berücksichtigt werden bei Feststellung der amtlichen Notiz, wenn diese nicht ein falsches Bild der Marktlage bieten soll. Die Angaben über die im „freien Markt“ abgeschlossenen Geschäfte müssen die „Kursmakler“ auch in Zukunft auf Treu und Glauben hinnehmen; für das Zustandekommen einer den thatsächlichen Marktverhältnissen entsprechenden amtlichen Notiz bestehen somit keine grösseren Garantien als bisher. Trotz dieses Bedenkens soll aber nicht in Abrede gestellt

werden, dass das neugeschaffene Institut der Kursmakler gegenüber demjenigen der vereideten Makler des Handelsgesetzbuches einen erheblichen Fortschritt bedeutet. Die Frage der Bestellung¹⁾ und Entlassung der Kursmakler ist in Preussen durch den Erlass des Handelsministers vom 14. November 1896 geregelt. Bestellung und Entlassung der Kursmakler erfolgen hiernach durch den Regierungspräsidenten, in dessen Verwaltungsbezirk die betreffende Börse liegt, und zwar nach Anhörung des mit der Börsenaufsicht betrauten Handelsorganes und der Vertretung der Makler, wo eine solche besteht. Ueber die Pflichten der Kursmakler, die Organisation ihrer Vertretung, über ihr Verhältnis zu den Staatskommissaren und den Börsenorganen, sowie hinsichtlich der Kontrolle darüber, in welcher Weise die Kursmakler von ihrem Rechte Gebrauch machen, für eigene Rechnung Geschäfte abzuschliessen, sollen für die einzelnen Börsen besondere Bestimmungen getroffen werden. Demgemäss ist für die Berliner Börse ein besonderer Erlass des Handelsministers vom 4. Dezember 1896 ergangen. Bemerkenswert ist hierin vor allem, dass eine einheitliche Vertretung der Kursmakler geschaffen wird. Sie haben aus ihrer Mitte die sog. Maklerkammer, bestehend aus elf Mitgliedern nebst fünf Stellvertretern, zu wählen; die Maklerkammer wählt dann ihrerseits wiederum aus ihrer Mitte einen Vorsitzenden. Von den Mitgliedern müssen zwei, von den Stellvertretern einer der Produktenbörse angehören.

Unter den Aufgaben der Maklerkammer ist die wichtigste: Die Verteilung der Geschäfte unter die Kursmakler. Damit ist — unter lebhaftem Protest der Börse — die Entscheidung über die Verteilung des Einkommens der Kursmakler — also die wirksamste Handhabe, mittelst deren auf sie und ihr gesamtes Geschäftsgebahren Einfluss geübt werden kann — dem Aeltestenkollegium entzogen und in die Hände der von den Kursmaklern selbst ge-

¹⁾ Unter Bestellung ist hier nicht etwa Anstellung unter Zusicherung eines festen Gehaltes oder Gewährleistung eines Minimaleinkommens und Verleihung besonderer Rechte zu verstehen, sondern es handelt sich bei dieser „Bestellung“ fast lediglich um die Uebertragung von Pflichten.

wählten Vertretung gelegt, so dass dieselben der Börsenvorstandschafft ziemlich selbständig gegenüber stehen.

Die ferneren Aufgaben der Maklerkammer sind:

Abgabe von Gutachten über Bestellung und Entlassung von Kursmaklern und über etwaige Stellvertretung behinderter Kursmakler; Aufsicht über die Erfüllung der den Kursmaklern obliegenden Pflichten und disziplinäre Ahndung von Pflichtverletzungen; Schlichtung von Streitigkeiten unter Kursmaklern; Schlichtung von Streitigkeiten zwischen Kursmaklern und ihren Auftraggebern auf Antrag der letzteren; Abgabe von Gutachten über Gesetzgebungs- und Verwaltungsfragen, welche die Interessen der Kursmakler berühren.

Aufgabe des Vorstandes ist:

Die Maklerkammer nach aussen zu vertreten, die Verwaltung ihrer Einnahmen und Ausgaben zu besorgen und darüber Rechnung zu legen, die Sitzungen zu berufen und zu leiten und die Beschlüsse zur Ausführung zu bringen, die zur Verwaltung erforderlichen Beamten anzustellen und zu beaufsichtigen. Der Staatskommissär ist berechtigt, an den Sitzungen der Maklerkammer mit beratender Stimme teilzunehmen und muss von der Anberaumung und der Tagesordnung jeder Sitzung vorher verständigt werden. Der Vorstand hat jährlich dem Staatskommissär und den Aeltesten der Kaufmannschaft über seine Thätigkeit und die der Kammer Bericht zu erstatten.

Was die Rechte und Pflichten der Kursmakler betrifft, so ist zunächst die Bestimmung von Wichtigkeit, dass die Kursmakler — soweit sie nicht vom Börsenvorstand ausdrücklich beurlaubt sind — bei allen Börsenversammlungen während ihrer ganzen Dauer anwesend sein müssen. Die Kursmakler haben den mit der Kursfeststellung betrauten Mitgliedern des Börsenvorstandes alle erforderlichen Erklärungen nach bestem Wissen der Wahrheit gemäss abzugeben. Das die Kursfeststellung leitende Mitglied des Börsenvorstandes darf in Zweifelsfällen von den Kursmaklern Angaben auf ihren Amtseid fordern und die Richtigkeit derselben durch Einsicht der Tagebücher der Kursmakler oder in andrer Weise prüfen. Zur Vornahme der nach den Bestimmungen des Handelsgesetzbuches durch

einen Handelsmakler zu bewirkenden Verkäufe sind die Kursmakler befugt. Die Fälle, in welchen sie von ihrem Selbsteintrittsrecht oder dem Rechte der Bürgschaftsleistung Gebrauch gemacht haben, sind täglich im Tagebuch übersichtlich zusammenzustellen. Um die Beobachtung dieser Vorschrift kontrollieren zu können, sind der Staatskommissär und die Maklerkammer jederzeit befugt, in die Hand- und Tagebücher der Kursmakler Einsicht zu nehmen. Kursmakler, welche ihre Pflichten verletzen, unterliegen der Disziplinarbestrafung durch die Maklerkammer, ausserdem unterstehen sie, wie alle Börsenbesucher, der Disziplinargewalt der Börsenbehörde und dem Ehrengericht. Ueber das Verfahren in Disziplinarsachen enthalten die §§ 32—40 des Erlasses detaillierte Vorschriften, die den allgemeinen Bestimmungen über das ehrengerichtliche Verfahren angepasst sind. —

Der zweite Punkt, in welchem das Reichsbörsengesetz mit den Ergebnissen der Börsenenquete übereinstimmt, ist die Beseitigung des Differenzeinwandes. Es wurde an früherer Stelle dargethan, dass unsre Judikatur über Differenzgeschäfte einerseits ein zur Bekämpfung des eigentlichen Börsenspieles unzureichendes Mittel ist, andererseits gewissen börsenmässigen, durchaus berechtigten Termingeschäften die Klagbarkeit versagen müsste, endlich, dass sie eine so weitgehende Unsicherheit des Rechtszustandes und ein solches Misstrauen gegen die Gerichte in weiten Kreisen hervorgerufen hat, dass man nicht mit Unrecht bemerkte, die Geltendmachung des Spieleinwandes vor deutschen Gerichten sei selbst ein Spiel. Das Reichsbörsengesetz zeigt — erfreulicherweise und in völliger Uebereinstimmung mit den Ergebnissen der Börsenenquete — das Bestreben, diesem unleidlichen Zustande ein Ende zu machen, indem es den Einwand des Ausschlusses der Effektivlieferung bei solchen Börsentermingeschäften für unwirksam erklärt, welche überhaupt von im Sinne des Gesetzes zu Termingeschäften berechtigten Personen abgeschlossen worden sind. Die Versagung der Klagbarkeit der Differenzgeschäfte war aber bisher die einzige Schranke, welche den „reellen“ gegen den „unreellen“ Terminhandel abgrenzen sollte; diese Massregel genügte ihrem Zwecke nicht und soll daher durch

etwas andres ersetzt werden: Terminregister und Massregeln gegen den Börsenwucher.

Fassen wir zunächst das Terminregister ins Auge. Auf die allgemeinen Bedenken, welche gegen diese Einrichtung aus den Kreisen berufsmässiger Börsenleute — zum Teil durchaus mit Recht — erhoben werden, soll hier nicht näher eingegangen werden, da dieselben an andrer Stelle¹⁾ bereits dargelegt wurden. Wir beschränken uns deshalb hier darauf, zu prüfen, ob das Terminregister das geeignete Mittel ist, um Leute vom Börsenspiel abzuhalten, welche demselben nach ihrer wirtschaftlichen Lage und ihren sonstigen Eigenschaften unbedingt fern bleiben sollten. Der Registerzwang beruht auf folgender Erwägung: Einer grossen Anzahl von Personen, ja ganzen Berufsklassen ist infolge der Rücksichten, welche sie ihrer sozialen Stellung, ihrem Kredit oder andern persönlichen Verhältnissen schulden, die Beteiligung am Börsenspiel, das bis jetzt unter anderem in der Form des Terminhandels zu Tage trat, nur dann möglich, wenn sie es heimlich betreiben können. Statuiert man nun den Zwang der Oeffentlichkeit und versagt den von nichtregistrierten Personen abgeschlossenen Geschäften die Klagbarkeit, so wird es gelingen, eben diejenigen Leute, welche Grund haben, die Oeffentlichkeit zu scheuen, vom Börsenspiel fernzuhalten; gleichzeitig werden — so erwartet man weiter — die berufsmässigen Börsenleute sich hüten, mit derartigen Leuten Geschäfte abzuschliessen, wenn ihren hieraus entstehenden Forderungen der Rechtsschutz versagt ist. Dass in dieser Erwägung ein Kern von Berechtigung steckt und dass mit dieser Einrichtung in der That gewisse Wirkungen erzielt werden könnten, ist nicht zu leugnen. Die Aussichten auf den erhofften Erfolg werden aber angesichts der Ergebnisse der Börsenenquete um ein Bedeutendes herabgestimmt:

a) Zunächst gibt es gewisse Bevölkerungskreise, welche gewiss vom Börsenspiel fernzuhalten wären, aber durch Rücksichten der oben erwähnten Art nicht vom Registereintrag ab-

¹⁾ Siehe Münchener volkswirtsch. Studien 16. Stück, P f l e g e r und G s c h w i n d t l. c. S. 182 ff.

gehalten werden, besonders nachdem die für die Eintragung zu entrichtenden „Gebühren“ im Börsengesetz eine erhebliche Herabminderung gegenüber den von der Enquetekommission vorgeschlagenen erfahren haben¹⁾; kleine Rentner, Krämer, manche Privatangestellte brauchen die Oeffentlichkeit der Registrierung nicht zu scheuen aus Rücksichten sozialer Natur; die zu entrichtenden Gebühren sind ausserdem zu niedrig, als dass sie diese Leute, wenn sie spekulieren wollen, abhalten könnten, sich eintragen zu lassen. In Zeiten der Spekulationslust, wo „alle Welt“, wie ein Sachverständiger sagt, spekulieren will, wird also auch trotz des Terminregisters ein nicht geringer Teil der sog. kleinen Leute unter den Spekulanten zu finden sein, nur mit dem Unterschiede, dass dann ihre Börsengeschäfte unbedingt rechtswirksam sind.

b) Neben den Leuten dieser Art stehen andre, für welche die Erwartungen des Gesetzgebers allerdings zutreffen, für welche der Registereintrag und die Veröffentlichung ihres Namens allerdings faktisch unmöglich wäre, z. B. Offiziere, höhere Staatsbeamte u. s. w. Wenn nun Leute dieser Kategorie — ohne in das Register eingetragen zu sein — Spekulationsgeschäfte eingehen, so entsteht die Frage: werden sie, wenn ihre Spekulationen fehlschlagen, nicht durch die gleichen Rücksichten, welche sie am Registereintrag gehindert haben, auch gehindert werden, sich auf die Rechtsunwirksamkeit ihrer Geschäfte zu berufen? Werden sie es nicht lieber unterlassen, sich durch Prozesse zu kompromittieren, welche ebenso in die Oeffentlichkeit dringen, wie der Registereintrag, und welche sie ausserdem noch mit dem Vorwurf belasten, sie seien nur wortbrüchig geworden, weil ihre Spekulationen fehlschlügen? Nach den Erhebungen der Börsenenquete wird man diese Frage durchaus bejahen müssen; denn es hat sich, wie wir gesehen haben, aus denselben ergeben, dass bereits heute die Zahl derjenigen, welche sich an Spekulationsgeschäften im stillen verbluten, sicherlich nicht geringer ist, als

¹⁾ Die Gebühr für den Registereintrag ist nach § 57 des Börsengesetzes 150 Mk.; für die Erneuerung bzw. Erhaltung des Eintrages sind für jedes folgende Kalenderjahr je 25 Mk. zu zahlen.

die Zahl derer, welche sich durch Geltendmachung des Differenzeinwandes der Erfüllung eingegangener Verbindlichkeiten zu entziehen suchen.

c) Weitere Zweifel an der Wirksamkeit des Börsenterminregisters gründen sich auf den internationalen Charakter des Wertpapierterminhandels. Bereits heute finden wir, dass ausländische Kommissionsfirmen durch Agenten, Zirkulare etc. um Kunden werben. Bereits heute spekulieren kleinere und grössere deutsche Kapitalisten an ausländischen Börsen in beträchtlichem Umfang und in den bedenklichsten Papieren, z. B. in Goldminenaktien dritter und vierter Qualität. Wie will man diese noch in den Anfängen begriffene Entwicklung bannen?

Nach dem Börsengesetz sollen die Bestimmungen bezüglich der von nichtregistrierten Personen abgeschlossenen Termingeschäfte auch dann Anwendung finden, wenn das Geschäft im Auslande geschlossen oder zu erfüllen ist. Dieser Passus hat offenbar nur den Sinn, dass der deutsche Richter, welcher in einem im Inlande angestregten Prozesse zu entscheiden hat, nicht das Recht des im Auslande liegenden Erfüllungsortes, sondern das inländische Recht in Anwendung zu bringen, d. h. den von nichtregistrierten Personen abgeschlossenen Termingeschäften die Klagbarkeit zu versagen habe. Dagegen wird ein deutsches Gericht auch denjenigen Urteilen des Auslandes die Vollstreckbarkeit zuerkennen müssen, welche auf Zahlung aus nach deutschem Recht unklagbaren Börsentermingeschäften verurteilen, sofern mit dem betreffenden Lande die Gegenseitigkeit hinsichtlich des Erlasses von Vollstreckungsurteilen verbürgt ist. Wenn ferner im Börsengesetz gesagt ist, die Unwirksamkeit der Termingeschäfte, welche von nicht in das Börsenregister eingetragenen Personen abgeschlossen wurden, solle sich auf die abgegebenen Schuld- anerkennnisse und die bestellten Sicherheiten erstrecken, so ist die letztere Bestimmung wenigstens, einem ausländischen Kommissionär gegenüber, wirkungslos. Denn man kann doch nicht ausländische Bankiers durch ein deutsches Gesetz zwingen, die von ihren deutschen Kunden empfangenen Einschüsse zurückzugeben. Der Erscheinung, dass Deutsche an ausländischen Börsen spekulieren, wird also das Börsengesetz wenig Eintrag

thun, ja man darf annehmen, dass diese Entwicklung unter den sonstigen Bestimmungen des neuen Börsengesetzes noch weit grössere Dimensionen annehmen wird.

d) Unbedingt wirkungslos ist der Registerzwang ferner gegen das Börsenspiel auf dem Kassamarkt. Diesem hat die Enquetekommission, wie das Reichsbörsengesetz, durchaus nicht die genügende Beachtung geschenkt, während seitens der vernommenen Sachverständigen doch die Annahme so nahe gelegt wurde, das Börsenspiel dieser Art könne mit jeder Einschränkung des Terminhandels an Bedeutung gewinnen. Wenn sich die Spekulation bisher auch vorwiegend des Terminhandels bedient hat, so ist doch das Kassageschäft hierzu nicht viel weniger geeignet. In beiden Formen können sich die gleichen Erscheinungen zeigen: Kauf von Effekten, für welche der Käufer den Kaufpreis nicht besitzt, Verkauf von Stücken, die der Verkäufer nicht zu besitzen braucht; nur findet im Terminhandel die Begleichung der Preisdifferenzen und die Entrichtung der Report- und Deportbeträge am Ultimo statt, während dies im spekulativen Kassageschäft täglich geschieht, die Prolongation findet dort jeweils auf einen Monat, hier jeweils auf einen Tag statt. Die Ansicht, man könne mit Hilfe des Kassageschäftes nur *à la hausse* spekulieren und der Umfang dieser Geschäfte sei von dem jeweils am Markte vorhandenen Betrag des betreffenden Papiere abhängig, ist nur richtig, solange sich die Spekulanten des echten Lombardgeschäftes bedienen. Dagegen ist es, wie wir gesehen haben, mit Hilfe des unechten Lombardgeschäftes möglich, fast ganz die gleichen Wirkungen zu erzielen, wie mit Hilfe des Terminhandels. Das unechte Lombardgeschäft ist auch nach dem neuen Depotgesetz noch möglich, da sich der Kommissionär für jedes einzelne Geschäft von der Nummernaufgabe entbinden lassen darf; der Bankier, welcher Geschäfte, wie wir sie an früherer Stelle kennen gelernt haben, auch ferner vermitteln will, braucht sich somit für die Erteilung von Börsenaufträgen nur ein neues Formular mit dem Vermerk der Verzichtleistung auf Nummernaufgabe drucken zu lassen. Die Kunden, welche spekulieren wollen und keine andere Möglichkeit hierzu finden, werden dieses Formular unterschreiben, ohne sich einen Moment zu besinnen.

Ferner vermag das handelsrechtliche Lieferungsgeschäft den Terminhandel fast völlig zu ersetzen. Die Art, wie sich seit 1. Januar 1897 die Kommissionäre über die dem Abschluss von Termingeschäften bereiteten Schwierigkeiten hinwegsetzen, ist geradezu verblüffend einfach.

Angenommen, es zahle jemand seinem Bankier 10 000 Mk. und erteile ihm gleichzeitig den Auftrag, 15 000 Mk. Diskontokommanditanteile — lieferbar ultimo Februar — zu kaufen, so schreibt ihm dieser die eingeschossenen 10 000 Mk. gut, berechnet ihm die betreffenden Papiere zum Kassakurs des Ausführungstages zuzüglich der „laufenden“ usancemässigen Zinsen bis 1. Februar und belastet ihn für den Gesamtbetrag; von diesem wird alsdann für die Zeit vom 1. Februar bis ultimo Februar Zins zu einem Prozentsatze, der etwas höher ist als der usancemässige („Stück“-) Zins — gewöhnlich 1 % über dem Diskontosatze der Reichsbank — berechnet. Eine eventuell notwendige Prolongation dieses Geschäftes vollzieht sich ebenso einfach wie beim Termingeschäft. Bei Blankoverkäufen erfolgt die Berechnung in gleicher Weise. Erteilt jemand seinem Bankier den Auftrag, 15 000 Mk. Diskontokommanditanteile — lieferbar ultimo Februar — zu verkaufen, so berechnet dieser die betreffenden Effekten ebenfalls zum Kassakurs des Ausführungstages zuzüglich der „laufenden“ usancemässigen Zinsen bis 1. Februar, schreibt ihm diesen Betrag gut und vergütet ihm hiervon Zins zu einem Prozentsatze, der niedriger ist als der usancemässige Zinsfuss — gewöhnlich 1 % unter dem Diskontosatze der Reichsbank. Der Kommissionär bezieht also ausser seiner Provision noch einen Gewinn an Zinsen für die Vermittelung von Geschäften, welche sich von den bisherigen börsenmässigen Termingeschäften nur durch etwas schwerfälligere Form und grössere Gefahr für den Spekulant unterscheiden.

Eine Massregel, welche, wie das Börsenregister, lediglich gegen den Terminhandel gerichtet ist, trifft nur die Form, nicht das Wesen des Börsenspieles und kann nicht als wirksames Mittel gelten, um diejenigen Bevölkerungskreise vor Vermögensverlusten zu bewahren, welche der Gesetzgeber hiergegen zu schützen beabsichtigte. Aus demselben Grunde ist auch das

Verbot des Terminhandels in bestimmten Papieren wirkungslos, sobald sich die Spekulationslust auf sie wirft und sich zur Erreichung ihrer Zwecke des Kassageschäftes in der früher geschilderten Form oder des Lieferungsgeschäftes bedient. Dann werden diese Papiere viel gefährlichere Spielobjekte, als sie bisher, wo Terminhandel bestand, waren. Trotzdem verbietet das Reichsbörsengesetz den Terminhandel in den Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen. Ursprünglich fand sich im Reichstage wohl für das Verbot des Getreideterminhandels eine Majorität, aber nicht für die Beseitigung des Terminhandels in den bezeichneten Anteilscheinen. Erst unter dem Eindruck der Beschwerden, welche seitens der betreffenden Unternehmungen erhoben wurden, war auch für dieses Verbot eine Majorität zu gewinnen. Ausser der Rücksicht auf die Fabrik- und Bergwerksunternehmungen selbst wurde geltend gemacht, der Terminhandel in diesen Anteilscheinen habe für den internationalen Zahlungsverkehr wenig Bedeutung. Demgegenüber wurde in der Börsenenquete festgestellt, dass auch diese Wertpapiere — wenn sie an einer ausländischen Börse zugleich gehandelt werden, dem internationalen Zahlungsverkehr dienen. Ausserdem wäre aber zu bedenken gewesen, dass es nicht der Terminhandel, sondern die — auch im Kassa- und handelsrechtlichen Lieferungsgeschäft mögliche — Spekulation überhaupt ist, welche die betreffenden Interessenten zu den erhobenen Beschwerden veranlasst hat.

Dieses im Gesetz ausgesprochene Verbot des Terminhandels und die Einführung des Terminregisters stehen somit nicht im Einklang mit den Ergebnissen der Börsenenquete, weil sie die Form des Börsenspielles mit dem Wesen desselben verwechseln. Die Schranken, welche hier dem Börsenspiel gezogen sind, werden besten Falls für den Anfang und nur für kurze Zeit einige Wirkung thun, bis die beteiligten Kreise die geeigneten Mittel gefunden haben, sich darüber hinwegzusetzen.

Die zweite Institution, welche Ersatz für die Beseitigung des Differenzeinwandes bieten soll, ist die kriminelle Ahndung des Börsenwuchers. Unter Strafe gestellt wird, wer

in gewinnsüchtiger Absicht andere unter Ausbeutung ihrer Un-
erfahrenheit oder ihres Leichtsinnes zu Börsenspekulations-
geschäften verleitet, welche nicht zu ihrem Gewerbebetrieb ge-
hören. Im Thatbestande des Börsenwucherdeliktes, der übrigens
im Börsengesetz eine präzisere Fassung erhalten hat als in den
Enquetebeschlüssen, liegt Analogie mit dem Wucher unver-
kennbar vor: gewinnsüchtiger und gewohnheitsmässiger Miss-
brauch der stärkeren Kraft zum Verderben leichtsinniger oder
unerfahrener Personen. Wenn auch in dem Sachverständigen-
verhör der Börsenenquete hie und da die Befürchtung laut
wurde, eine solche Strafbestimmung könne auch bei der vor-
sichtigsten Fassung jedem, dessen Spekulationen fehlschlagen,
eine willkommene Handhabe zu Denunziationen und Erpres-
sungen bieten, so hielten doch die sämtlichen vernommenen
Sachverständigen den Geschäftsbetrieb gewisser Kommissionäre,
welchem man hier entgentreten will, durchaus für verwerf-
lich und weitaus die Mehrzahl sprach sich für die vorgeschlagene
Ergänzung des Strafgesetzbuches aus, so dass in dieser Frage
das Reichsbörsengesetz sehr wohl als auf dem Boden der En-
queteergebnisse stehend gelten kann.

II. Die dritte wichtige Neuerung, welche wir im Reichs-
börsengesetz ins Auge zu fassen haben, ist der Versuch der
Festlegung der rechtlichen Haftung der Emissions-
häuser für die Angaben ihrer Prospekte. —

Angesichts der Verluste, welche das deutsche Kapital an
Wertpapieren, besonders an ausländischen, erlitten hat, warf
man in der Börsenenquete die Frage auf, ob es nicht möglich
sei, die Emissionshäuser für die durch ihre Emissionen herbei-
geführte Schädigung des Volkswohlstandes ersatzpflichtig zu
machen.

Die Debatten hierüber nehmen in den Veröffentlichungen
der Enquete einen sehr grossen Raum ein und haben bedeu-
tende Meinungsverschiedenheiten über die Grenzen, innerhalb
welcher eine Haftung der Emissionshäuser möglich wäre, zu
Tage gefördert. Die Einwendungen gegen eine zu weitgehende
Haftung — die als negative Ergebnisse dieses Teiles des Sach-
verständigenverhöres bezeichnet werden können — gebe ich
im folgenden wieder, was dagegen an positiven Vorschlägen

geliefert wurde, ist zum grössten Teil für die Reform fast wertlos, weil sich bei der grossen Mehrzahl von Sachverständigen ein solcher Mangel an juristischer Bildung zeigte, dass man ruhig behaupten kann, sie seien sich der Tragweite ihrer Postulate vielfach nicht bewusst gewesen. Für die Festlegung der Haftung der Emissionshäuser konnten zwei verschiedene Wege in Betracht kommen, von denen jeder einzelne wieder mannigfache Modifikationen zulässig. Einerseits konnte man den Emissionsfirmen eine materielle Haftung für die Bonität der von ihnen emittierten Papiere auflegen, so dass also, wenn beispielsweise ein Staat — gleichviel aus welchen Gründen — den vertragsmässigen Verpflichtungen gegen seine Gläubiger nicht mehr nachkommt, das Emissionshaus, welches den deutschen Kapitalisten die betreffenden Staatsschuldverschreibungen verkauft hat, an Stelle des insolventen Staates dessen Verpflichtungen zur Zinszahlung, Kapitalsrückzahlung etc. übernehmen müsste. Angesichts der Enqueteergebnisse hat man die Statuierung einer so weitgehenden Haftung im Börsengesetz mit Recht unterlassen und den zweiten Weg eingeschlagen: die Statuierung einer formellen Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben des Prospektes. Man hatte sehr wohl eingesehen, dass die Banken, welche argentinische, portugiesische Anleihen etc. in Verkehr gebracht haben, nicht dolos vorgegangen sind und dass daher die Haftung der Emissionshäuser — wenn sie praktische Bedeutung gewinnen sollte — sich nicht auf gewollte Schädigung des Publikums beschränken dürfe, sondern sich auch auf Verschulden bestehend in der Unterlassung einer ausreichenden Prüfung der Richtigkeit und Vollständigkeit des dem Publikum zur Beurteilung der Bonität des betreffenden Papiers gebotenen Thatachenmaterials erstrecken müsse. Aber auch gegen eine so allgemein gehaltene Fassung der Haftung wurden erhebliche Einwände vorgebracht.

Ausser dem, was an früherer Stelle gesagt wurde über die Sorgfalt, mit welcher die Emissionsbanken schon aus Rücksicht auf ihren Emissionskredit vorgehen müssen, und über die technischen Schwierigkeiten, auf welche sie bei der Prüfung der Richtigkeit und Vollständigkeit der ihnen selbst

gemachten Angaben stossen, kommt hier noch folgendes in Betracht. Zunächst erwarten die Vertreter grosser Emissionsinstitute von einer wesentlich über *dolus* hinausgehenden Haftbarkeit einen unsolideren Betrieb des Emissionsgeschäftes¹⁾. Grosse Banken würden im Laufe der Zeit für viele Milliarden haftbar; ihr Risiko würde ins Ungeheure wachsen. Aber dem grösseren Risiko muss allenthalben im Erwerbsleben ein grösserer Gewinn entsprechen. Man würde also danach trachten, das Emissionsgeschäft einträglicher zu gestalten, indem man eine möglichst grosse Differenz zwischen Uebernahme- und Emissionskurs zu erzielen sucht. Wahrscheinlich aber würden die angesehenen heutigen Emissionshäuser diesen Geschäftszweig ganz fallen lassen, wie sich bereits jetzt seit der Aktien-gesetznovelle eine Reihe von Bankfirmen aller Aktienemissionen enthalten. An Stelle der heutigen Emissionsbanken würden sich also sehr wahrscheinlich weniger solide Firmen, welche — weil sie nichts zu verlieren haben — ruhig ein grosses Risiko übernehmen könnten, mit dem Emissionsgeschäft befassen²⁾. Diese Bankhäuser fänden dann auch wohl Mittel und Wege sich der Verantwortlichkeit zu entziehen, z. B. durch Vorschieben von Strohmännern als Emittenten oder ersten Erwerbern. Es bedarf keines weiteren Beweises, dass bei einer solchen Entwicklung die deutschen Banken und Börsen ihre Bedeutung für das Emissionsgeschäft verlieren würden. Dieser Geschäftszweig würde ins Ausland verdrängt, ohne dass jedoch das deutsche Publikum von der Vermögensanlage in den dort emittierten Wertpapieren abgehalten werden könnte. Der Haftbarkeit für den Prospekt kann sich ein Emissionshaus aber auch sehr einfach entziehen, indem es die Aufstellung eines solchen und die Beantragung der Zulassung der emittierten Papiere zum Börsenhandel unterlässt, womit alle früher behandelten Nachteile des nichtbörsenmässigen Handels in Erscheinung treten. Schliesslich würde die Statuierung der Haftbarkeit für Fahrlässigkeit die Emissionshäuser auch einer gefährlichen

¹⁾ Z. B. Winterfeldt S. 408.

²⁾ So Russell S. 378, Winterfeldt S. 408, Schinckel S. 1129, Finck S. 1231 u. a.

Rechtsunsicherheit aussetzen. In den Verhältnissen eines im Augenblick der Emission unbedingt kreditwürdig erscheinenden Staates oder Unternehmens kann durch betrügerische Verwaltung, Handelskrisen, Revolution, Krieg, Unglücksfälle aller Art eine unvorhergesehene Aenderung eintreten. Nach Eintritt der Katastrophe wird der Kundige die Ursachen und den Zusammenhang der Ereignisse zu erkennen glauben und zu der Ansicht geneigt sein, man habe bei richtiger Prüfung die Entwicklung der Dinge voraussehen müssen. Diese Beurteilung ex post könnte eine bedenkliche Unsicherheit in unsren Rechtszustand bringen¹⁾. Solche und ähnliche Argumente der in der Enquete gehörten Sachverständigen sind offenbar nicht ohne Eindruck auf die Enquetekommission geblieben; denn sie hat in ihren Beschlüssen die Bestimmungen über die Haftung der Emissionshäuser vorsichtig zu formulieren und gewissenhaft zu umgrenzen gesucht und das Reichsbörsengesetz hat sich diesem Standpunkt angeschlossen. Leider ist jedoch die Formulierung der richtigen, dem Gesetzgeber vorschwebenden Idee keineswegs präzis.

Die Voraussetzungen der im Börsengesetz statuierten Haftung sind, dass die im Prospekt gemachten Angaben, welche für die Beurteilung des betreffenden Wertpapiere von Wichtigkeit sind, entweder unrichtig oder infolge der Fortlassung wesentlicher Thatsachen unvollständig sind. Was hier unter wesentlichen Thatsachen zu verstehen ist, unterliegt dem richterlichen Ermessen. Die weitere Voraussetzung ist, dass das Emissionshaus die Unrichtigkeit der Angaben gekannt hat, oder ohne grobes Verschulden kennen musste, oder dass die Unvollständigkeit der Angaben auf böslichem Verschweigen oder auf böslicher Unterlassung einer ausreichenden Prüfung beruht. Der mehrfach im Handelsgesetzbuch vorkommende Begriff der Bösllichkeit hat also auch hier Verwendung gefunden. Mit Bösllichkeit bezeichnet man jenen frevelhaften Mutwillen, welcher zwar die herbeigeführte Beschädigung nicht beabsichtigte, andererseits aber auch nicht ohne Bewusstsein der damit verbundenen Gefahr gehandelt hat. Schon aus der Definition

¹⁾ Keyssner S. 395, Königs S. 1910.

des Begriffes dürfte ersichtlich sein, wie schwer es ist, für den einzelnen konkreten Fall festzustellen, ob sich ein Emissionshaus der Böslichkeit in der Verabsäumung einer ausreichenden Prüfung schuldig gemacht hat oder nicht, wenn man bedenkt, dass diese Frage meist erst einige Jahre nach der Emission an den Richter herantritt. Sind demnach auch die Voraussetzungen der Haftung nicht besonders glücklich gewählt, so muss doch anerkannt werden, dass sich der Gesetzgeber bemüht hat, hinsichtlich des Inhalts der Ersatzpflicht, der Berechtigung und Verpflichtung zum Ersatz und der Verjährung der Ersatzansprüche gewisse Grenzen zu ziehen. Die Ersatzpflicht hat eine von den im Prospekt gemachten Angaben abweichende Sachlage zur Voraussetzung, trifft alle Emittenten solidarisch, soll aber beschränkt sein auf diejenigen Stücke, welche auf Grund des Prospektes zugelassen und von dem Besitzer auf Grund eines im Inlande abgeschlossenen Geschäftes erworben sind. Auch diese Bestimmung hat ihre Schattenseiten: sie wird zu einer Erschwerung der Arbitrage und des internationalen Zahlungsverkehres führen. Bei Wertpapieren, welche in Berlin, London und Paris zugleich emittiert wurden, wird man diejenigen Stücke, für welche kein deutsches Emissionshaus haftet, in Deutschland nicht kaufen wollen, man wird sie an den deutschen Börsen nicht für lieferungsfähig erklären. — Auch in der präzisen Beantwortung der Frage: „Wer ist ersatzpflichtig?“ weist das Gesetz nicht unerhebliche Mängel auf — sicherlich wiederum eine Folge der wenig gründlichen Behandlung der Emissionstechnik in der Börsenenquete. Ersatzpflichtig sollen nach dem Börsengesetz erstens diejenigen sein, „welche den Prospekt erlassen haben“, zweitens diejenigen, „von denen der Erlass des Prospektes ausgeht“; unter den letzteren sind nach dem Kommissionsbericht¹⁾ diejenigen zu verstehen, welche hinter dem Prospekt stehen, d. h. welche sich der Unterzeichner nur als vorgeschobener Strohmänner bedienen. Nach diesen Bestimmungen ist es äusserst unklar, wer bei der herrschenden Emissions-

¹⁾ Bericht der IX. Kommission zur Vorberatung des Entwurfes eines Börsengesetzes — Nr. 14 der Drucksachen des Reichstages S. 28.

technik als ersatzpflichtig gilt? Ist es das Emissionsyndikat allein? Oder sind es auch alle am Schlusse des Prospektes genannten Zeichnungsstellen und die Provinzialbankhäuser, welche vom Emissionssyndikat diesen wieder Unterbeteiligungen empfangen haben und ebenfalls auf Grund des Prospektes die betreffenden Papiere in Verkehr bringen? Wären diese Unterbeteiligten nicht auch ersatzpflichtig, so würden sie am Gewinn der Emission partizipieren, ohne an dem mit der Haftung verbundenen Risiko teilzuhaben. Wie will man sie aber andererseits haftbar machen, wenn sie weder den Prospekt erlassen haben, noch zu denjenigen gehören, von welchen der Prospekt ausgeht? Die Folge dieser Unklarheit wird sein, dass die grossen Emissionsfirmen, wenn sie allein das Risiko zu tragen haben, auch allein den Gewinn einstecken wollen und noch mehr zur Gründung von Filialen in der Provinz übergehen und das mittlere und kleinere Bankgewerbe allmählich völlig verdrängen.

Die übrigen, das Emissionswesen betreffenden Vorschriften des Börsengesetzes bedeuten teils eine Verallgemeinerung bisher bereits an den grossen Börsen bestehender Einrichtungen, teils eine vorsichtige Weiterbildung solcher mit Ausnahme eines Punktes, der unsre Aufmerksamkeit auf sich zieht: die Zulassungsstelle für Wertpapiere zum Börsenhandel soll mindestens zur Hälfte aus Leuten bestehen, welche nicht ins Börsenregister für Wertpapiere eingetragen sind. Wollte man mit dieser Bestimmung das gleiche Ziel erreichen wie die Enquetekommission mit dem Beschluss, es sollten „neben den Emissions- und Bankinteressen auch die Interessen der Gesamtheit, insbesondere des kaufenden Publikums“ in der Zulassungsstelle vertreten sein, so entstehen doch einige Zweifel, ob diese Vorschrift des Börsengesetzes ihr Ziel erreicht. Einerseits können Grosskapitalisten, besonders Kaufleute, welche sich von den Geschäften zurückgezogen haben, in das Terminregister eingetragen und dadurch von der Zulassungsstelle ausgeschlossen sein, obwohl sie vielleicht sehr geeignete Vertreter des kaufenden Publikums wären; andererseits können in die Zulassungsstelle Leute gewählt werden, welche nicht in das Terminregister eingetragen sind, dennoch aber nur als Vertreter der Emissions-

und Bankinteressen gelten können, wie z. B. die Direktoren und Aufsichtsräte von Banken. Sollte sich aber — von diesen Möglichkeiten abgesehen — die Handhabung dieser Vorschrift so gestalten, dass in der Zulassungsstelle die Hälfte der Mitglieder aus Leuten bestünde, welche dem berufsmässigen Wertpapierhandel und dem Emissionswesen fernstehen, so wäre dies nach den Ergebnissen der Börsenenquete ein bedenklicher Zustand. Der Plan, ausser Börsenleuten, welche die Interessen der Emissionshäuser vertreten, auch Industrielle und Grosskapitalisten, welche die Interessen des kapitalanlegenden Publikums wahren sollen, und endlich Männer der Wissenschaft, welche über den Interessengegensätzen des gewerblichen Lebens stehen, mit der Entscheidung über die Zulassung von Wertpapieren zu betrauen, ist — auch nach Ansicht der in der Enquete vernommenen Sachverständigen — an sich gewiss gut. Aber in der Praxis stösst das Projekt auf Schwierigkeiten ¹⁾.

Das Amt eines Börsenkommissärs (im Reichsbörsengesetz: Mitgliedes der „Zulassungsstelle“) erfordert viel Arbeit und es ist nicht anzunehmen, dass die Neigung zu nicht honorierter, zeitraubender Thätigkeit in der Ordnung von Börsenangelegenheiten in den ausserhalb der Börse stehenden Kreisen grösser ist als unter den berufsmässigen Börsenleuten. Wenigstens haben die Bemühungen des Berliner Aeltestenkollegiums, das Börsenkommissariat in dem angedeutetem Sinn zu erweitern, wenig Erfolg gehabt. Ferner erfordert das Amt eines Börsenkommissärs auch ein nicht geringes Mass von Sachkenntnis; Mitglieder der Zulassungsstelle, welche diese Sachkenntnis in nicht genügendem Grade besitzen, werden sich vielleicht gerade in den wichtigsten Fragen von einigen Interessenten in ihrem Urteil bestimmen lassen. Wenn nun nicht nur einige Mitglieder, sondern gleich die Hälfte des ganzen Kollegiums möglicherweise aus Leuten bestehen sollte, denen es teils an Interesse, teils an Sachkunde fehlt, so wäre dies gewiss ein Zustand, der sich weder für die Börse noch für das Publikum von Vorteil erweisen würde. Die Befürchtungen, welche

¹⁾ Vgl. Frentzel S. 1043 ff., Dr. Siemens S. 1888.

man in dieser Hinsicht etwa hegen könnte, werden verringert, wenn man sich die Gestaltung der Zulassungsstellen nach den neuen Börsenordnungen vergegenwärtigt. Dafür ist aber auch die Frage, wie eine geeignete Vertretung des kaufenden Publikums in diesen Börsenorganen zu schaffen sei, ungelöst geblieben.

In Berlin soll die Zulassung von Wertpapieren erfolgen durch eine von den Aeltesten der Kaufmannschaft zu ernennende Kommission von 22 Mitgliedern, von welchen mindestens 11 nicht ins Börsenregister für Wertpapiere eingetragen sind. Mitglieder, welche an der Einführung eines Wertpapiers beteiligt sind, sollen von der Beratung und Beschlussfassung über die Zulassung ausgeschlossen sein und werden durch Stellvertreter ersetzt. Die Zulassungsstelle ist beschlussfähig, wenn 9 Mitglieder oder Stellvertreter anwesend sind.

In Frankfurt a. M. wird die Zulassungsstelle künftig von der Handelskammer ernannt und soll aus 6 wirklichen und 3 stellvertretenden Mitgliedern bestehen; von den ersteren dürfen nur 3 Mitglieder, von letzteren nur eines in das Börsenregister eingetragen sein.

In Hamburg ist die Zulassungsstelle die „Sachverständigenkommission für den Effektenhandel“, sofern sie der Bestimmung des Börsengesetzes entspricht, dass mindestens die Hälfte ihrer Mitglieder nicht in das Börsenregister für Wertpapiere eingetragen sind. Ist dieser Bedingung nicht genügt, so besteht die Zulassungsstelle aus den Mitgliedern der Sachverständigenkommission und so viel anderen nicht ins Börsenregister für Wertpapiere eingetragenen Personen, als zur Erfüllung der Bedingung erforderlich sind. Die Sachverständigenkommission für den Effektenhandel bildet zugleich den Vorstand der Wertpapierbörse, wird von der Handelskammer ernannt und besteht aus 9 Personen, die am Wertpapierhandel und dreien, die am Handel in Wechseln, Geld oder Edelmetall beteiligt sind.

Noch einer bei Erörterung des Emissionswesens in der Enquete hervorgetretenen wertvollen Anregung ist hier zu gedenken. Es wurde nämlich von den vernommenen Press-

vertretern¹⁾ der dringende Wunsch ausgesprochen, es möchten Einrichtungen geschaffen werden, durch welche der Presse eine gesichertere rechtliche Stellung und die Möglichkeit eingehenderer Information über die verschiedenen Unternehmungen des Handels und der Industrie gewährleistet würde, damit sie ihrer Aufgabe, gerade den mittleren und unteren Klassen bei ihren Vermögensanlagen ein sachkundiger Berater und Warner zu sein, in höherem Grade als bisher gerecht werden könnten. Schon die Enquetekommission hatte dieser berechtigten Forderung sehr wenig Rechnung getragen; denn sie begnügte sich damit, in ihrem Bericht einen „fast leidenschaftlichen Aufruf“, wie Ring treffend sagt, an die Presse zu richten, vermied es aber ängstlich, irgend welche positiven Reformvorschläge in ihre „Beschlüsse“ aufzunehmen. Das Börsengesetz ist in dieser Frage noch etwas weiter — in negativem Sinne — gegangen und hat der Rechte und Pflichten der Presse bei Emissionen von Wertpapieren mit keinem Worte gedacht.

III. Eine grössere Uebereinstimmung des Reichsbörsengesetzes mit den Enqueteergebnissen als auf dem Gebiete des Emissionswesens zeigt sich in der Behandlung des Kommissionsgeschäftes. Von einer grundsätzlichen Umgestaltung desselben, also vor allem von der — an sich so wünschenswerten — Trennung des Kommissions- vom Proprehandel ist sowohl in den Beschlüssen der Börsenkommission wie im Reichsbörsengesetz abgesehen, sicherlich unter dem Eindruck der Enqueteergebnisse, welche gezeigt haben, dass eine solche Massregel nichts weiter bedeuten würde als die völlige Beseitigung des Kommissionsgeschäftes. Der Erfolg wäre nach den Ausführungen der Sachverständigen²⁾ der, dass die Bankfirmen nur noch Eigenhandel treiben und einfach ihren Kunden mitteilen würden: „Wir machen keine Kommissionsgeschäfte mehr, wir nehmen nur Offerten an und geben solche ab.“ „Dann wird

¹⁾ Siehe V. Ring, „Die Börsenenquete“ (Archiv für bürgerliches Recht 1894 Bd. 8 S. 307 ff.) und die dort zitierten Sachverständigen. — Vgl. auch die Cohnstaedtsche Broschüre „Die Vorschläge der Börsenenquetekommission“.

²⁾ Vgl. besonders Winterfeldt S. 601.

sich,“ sagt Winterfeldt, „der Verkehr dahin entwickeln, dass, statt dass jemand schreibt: ‚Kaufen Sie für mich an der Börse so und so viel‘, er nun schreiben wird: ‚Wenn Sie mir zu dem niedrigsten Tageskurs das abgeben wollen, so bin ich bereit, es anzunehmen; wenn Sie von mir das kaufen wollen zum höchsten Kurs, bin ich bereit, es abzugeben.‘ Das Geschäft würde sich anders gestalten, aber ich wüsste kein Mittel, wie man im Wege der Gesetzgebung den Bankier zwingen wollte, vom Propregegeschäfte abzugehen.“ Mit Recht hat es also das Reichsbörsengesetz unterlassen, die Arbeitsteilung zwischen Börsenkommissionär und Börsenhändler durch Bestimmungen herbeiführen zu wollen, welche ihren Zweck verfehlt haben würden. Nicht mit dem gleichen Rechte ist eine andere in den Erhebungen der Enquete hervorgetretene und hier zu behandelnde Anregung im Reichsbörsengesetz völlig unbeachtet gelassen worden, nämlich der Cohn'sche Vorschlag, für geeignete Vermögensanlage der unteren und mittleren Bevölkerungsschichten passende Gelegenheit an möglichst vielen Plätzen zu schaffen. Schon die Enquetekommission hatte diesem Antrag wenig Sympathie entgegengebracht; das Reichsbörsengesetz hat ihn völlig ignoriert, obwohl die eingehenden und sachlichen Ausführungen Cohns¹⁾, auf die an dieser Stelle verwiesen sei, gewiss Beachtung verdient hätten.

Die Enquetekommissionsbeschlüsse und das ihnen hierin folgende Börsengesetz beschränken sich in ihren Vorschriften über das Kommissionsgeschäft auf das formal-juristische Gebiet. Es sollen Kautelen geschaffen werden gegen Missbrauch des Selbsteintritts- und des Pfandrechts des Kommissionärs; ihre Ergänzung finden diese Schutzmassregeln in Strafbestimmungen für Untreue des Kommissionärs und im Depotgesetz. Begnügt man sich mit dem hier eingenommenen formalrechtlichen Standpunkt, so muss man anerkennen, dass die hier in Betracht kommenden Bestimmungen der beiden Gesetze zum Teil ganz vortrefflich sind und eine Klarheit in den bisher so verworrenen Rechtszustand dieses Gebietes bringen, welche allein schon

¹⁾ Vgl. besonders C o h n, „Beiträge zur deutschen Börsenreform“ S. 97 ff.

als erfreulicher Fortschritt gelten muss. Jedoch darf man sich von der Wirksamkeit der beiden Gesetze gegenüber dem Geschäftsgebaren unreeller Kommissionäre nicht allzuviel versprechen. Wir haben am Schlusse des Kapitels „Kommissionsgeschäft“ einen Geschäftsverkehr kennen gelernt, der von den neuen Gesetzesparagraphen nicht getroffen wird und sich dennoch als Kette „fiktiver“ Vorgänge darstellt. Erteilt ein Kunde A einem Bankier B unter Zahlung von 1000 Mk. Einschuss den Auftrag, 10 000 Mk. eines Papiere zu kaufen und entbindet denselben für diesen Auftrag — was nach dem Depotgesetz statthaft ist — ausdrücklich von der Nummernaufgabe, so kann B das Geschäft „in sich“ machen, d. h. er kauft die Papiere nicht, besitzt sie aber auch nicht. Ist der Einschuss durch Kursveränderungen aufgezehrt und die Aufforderung zur Nachschussleistung erfolglos geblieben, so erfolgt ein „fiktiver“ Pfandverkauf, der auch fernerhin noch möglich ist, da der Wienerische Antrag nicht durchdrang, es solle die Bescheinigung über den erfolgten Verkauf dahin ausgedehnt werden, dass die Bezeichnung der Stücke erfolgen müsse. Wir sehen, der unreelle Kommissionär braucht sich durch die neuen Gesetze nicht wesentlich in seinem Geschäftsbetrieb beirren zu lassen, und gewinnen hieraus die Ueberzeugung, dass die formalrechtliche Regelung dieser Materie nicht ausreicht, um Missstände schlimmster Art zu beseitigen. Der Sitz der Schäden lag, wie schon aus den thatsächlichen Feststellungen ersichtlich war, in erster Linie nicht im formalen Recht, sondern in der Qualität gewisser Kommissionäre und die Reform muss deshalb aus einer andern Richtung in Angriff genommen werden. „Werden,“ sagt Weber¹⁾ sehr treffend, „ungeeignete, zur Teilnahme am Börsenverkehr nicht berufene Elemente überhaupt zugelassen, so nützen Repressivmassnahmen nichts mehr.“ Sehen wir ob diese Erkenntnis im Reichsbörsengesetz zum Durchbruch gekommen ist.

IV. Die Frage, welche Leute am Börsenverkehr teilnehmen können, von welchen Grundsätzen und Geschäftsmaximen ihr

¹⁾ Weber, „Die Börsenenquete“ (Zeitschrift für das ges. Handelsrecht Bd. 43 S. 138).

Verkehr beherrscht wird, ist in erster Linie abhängig von der Frage der Börsenverfassung. Bei Betrachtung der Börsen der gesamten Kulturwelt fanden wir — abgesehen von den hanseatischen Börsen, die sich als völlig freie Märkte darstellen — zwei grosse Kategorien: eine Kategorie von Börsen, deren Entwicklung und heutige Gestaltung von mehr oder weniger weitgehender Staatsaufsicht und polizeilichem Eingreifen beeinflusst war, und eine zweite Art von Börsen, welche — vom Staate weder gefördert, noch gehemmt — aus sich selbst entstandene Organisationen berufsmässiger Börsenleute bedeuten und auf dem Wege der Selbstzucht das zu erreichen suchten, was man anderswo als Aufgabe des Staates ansah. Der reinste Typus für die erstere Gattung ist die Wiener Börse, für die letztere die Londoner Stock Exchange. Die — an früherer Stelle¹⁾ eingehender dargestellten — Einrichtungen dieser Börsen waren es denn auch, auf welche die Börsenenquete in erster Linie ihr Augenmerk richtete. Zunächst die Wiener Börse: In allen Verwaltungsangelegenheiten ist sie unmittelbar der politischen Landesbehörde unterstellt; ausserdem untersteht sie der Oberaufsicht eines vom Handels- und Finanzminister gemeinsam ernannten Börsenkommissars, welcher die Ausführung aller Börsenvorschriften überwacht, Missbräuche zu rügen und, wenn nicht sogleich Abhilfe erfolgt, deren Beseitigung im Wege der politischen Landesbehörde zu bewirken hat; der Börsenkommissär wohnt allen Beratungen der Börsenleitung bei und kann deren Beschlüsse nach seinem Ermessen bis auf weiteres sistieren. Im Hinblick auf diese Zustände legte man in der Börsenenquete den Sachverständigen die Frage vor: „Sollen bestimmte staatliche Organe (Staatskommissarien) mit der Aufsicht über die Börse betraut, und welche Funktionen sollen ihnen dabei übertragen werden?“ Dicht daneben stand die Frage, welche die Anschauungen völlig entgegengesetzter Wirtschaftspolitik zum Ausdruck brachte: „Ist eine korporative Verfassung vielleicht der Weg, auf dem eine Reform zu suchen wäre?“ Damit war hingewiesen auf die Lon-

¹⁾ Siehe Münchener volkswirtsch. Studien 15. Stück, Pflieger und Gschwindt l. c. S. 79 ff.

doner Stock Exchange, die sich von den Börsen der übrigen europäischen Kulturwelt unterscheidet durch ihre streng durchgeführte Arbeitsteilung, vor allem aber durch ihre genossenschaftliche Organisation; sie ist ein Privatkлуб, der nicht mehr und nicht weniger unter Staatsaufsicht steht als jeder andere Verein; sie gibt sich selbst ihre Satzungen und kann diese täglich aus eigener Kompetenz ändern; sie wählt selbst ihren Börsenvorstand, der gegenüber den Börsenbesuchern die weitgehendsten Disziplinarbefugnisse besitzt und ausübt; sie macht die Aufnahme in ihren Kreis von Bedingungen abhängig, welche eine fast unbedingte Gewähr für einen gewissen Vermögensbesitz und die nötige Sachkunde ihrer Mitglieder bieten. Welche Ergebnisse hat nun die aus zwei entgegengesetzten Richtungen im Sachverständigenverhör angeregte Diskussion der Börsenverfassung geliefert?

Zunächst fand die Einsetzung eines mit weitgehenden Rechten und Pflichten ausgestatteten Staatskommissärs — so dass er an allen Sitzungen der Börsenorgane mit Stimm- oder Vetorecht teilnehmen könnte und bei der Zulassung von Effekten zum Handel, bei der Anstellung der Makler, bei der Feststellung der Kurse, bei der Handhabung der Börsendisziplin mitzuwirken hätte — bei den kaufmännischen Sachverständigen unbedingte Ablehnung, wie es schon aus dem Grunde nicht anders zu erwarten war, den Schmoller¹⁾ treffend kennzeichnet in den Worten: „Dass die Herren, die im Geschäftsleben stehen, an sich jeder solchen staatlichen Intervention abgeneigt sind, liegt ja in dem natürlichen Zuge der Interessen und Vorstellungen, von denen sie ausgehen.“ Im Verhör der Börsenleute hat es deshalb auch nicht an spöttischen Bemerkungen gefehlt über den „tugendhaften und hervorragenden Staatskommissär“, den „Sittenwächter“, den Mann, der nicht wisse, „was er an irgend einer deutschen Börse anders soll, als Gehalt beziehen“ u. s. w. Aber es genügt nicht, dem Staate, der sich zum Eingriffe in Einrichtungen berufen fühlt, deren Nützlichkeit oder Schädlichkeit für das Erwerbs- und Wirtschaftsleben des ganzen Volkes von einschneidendster Be-

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 570.

deutung ist, nur entgegenzuhalten: Laissez faire, laissez passer, es mussten sachliche Argumente gegen die vorgeschlagene Einrichtung vorgebracht werden. Welches waren dieselben?

1. Zunächst wies man¹⁾ darauf hin, dass die Hoffnungen, welche man in Wien an die Einsetzung eines Staatskommissärs geknüpft habe, in keiner Weise in Erfüllung gegangen sind. Es seien dort dieselben Missstände zu Tage getreten, wie bei uns, ohne dass der Staatskommissär dies auch nur im geringsten zu verhindern vermocht hätte. Er habe nur einmal eine weitergehende Einwirkung geübt, als er beunruhigende Gerüchte über Aussprüche des Kaisers richtig gestellt habe, aber erst nachdem die Folgen der bereits entstandenen wilden Bewegung nicht mehr rückgängig zu machen waren.

2. Die Aufsicht über die Börse zu führen, sei eine schwere, undankbare Aufgabe²⁾, welche von den bisherigen Börsenkommissären zwar mit Freuden einem Staatskommissär überlassen wurde, von diesem aber nicht besser gelöst werden könne, als von jenen. Man kann nicht in Abrede stellen, dass die Börsenkommissäre der Berliner Börse ihres Amtes mit grosser Sachkenntnis walten und den redlichen Willen haben ihre Pflicht zu thun; trotzdem gelingt es ihnen nicht, ihr Ziel zu erreichen, trotz vieler wegen der Verbreitung falscher Gerüchte angestellter Untersuchungen ist es beispielsweise nur selten gelungen, die Schuldigen ausfindig zu machen³⁾. Alle Schwierigkeiten, die in der Technik des Börsenverkehrs begründet liegen, würden dem Staatskommissär ebenso im Wege stehen wie dem bisherigen Börsenkommissär; zur Ueberwindung derselben werde es im besten Falle gelingen, Beamte zu finden von ebenso grosser Sachkenntnis und Unparteilichkeit wie die bisherigen Selbstverwaltungsorgane. Aber auch hierüber bestand ein berechtigter Zweifel der Börsenleute, der noch dadurch genährt wird, dass nirgends in

¹⁾ Z. B. Benary S. 263, Russell S. 570, Bamberger S. 744, Dr. Basch S. 1008 und viele andre.

²⁾ Kopetzky S. 262.

³⁾ Russell S. 570.

den Sachverständigenverhören angegeben wurde, welche Ausweise man denn von dem anzustellenden Staatskommissär in Bezug auf seinen Bildungsgang, sein Wissen und die sonstigen erforderlichen Eigenschaften zu verlangen gedenke.

Demgegenüber verfängt es nicht, wenn Ring¹⁾ darauf hinweist, dass sich Juristen in der Verwaltung grosser Banken sehr bald eine geschäftliche Findigkeit angeeignet haben, welche derjenigen der gewiegtsten Börsenmänner nichts, aber auch gar nichts nachgab. „Diese Kunst des Anempfindens,“ vermöge deren „sogar der mit Hohn bedachte arme Assessor eine nicht zu unterschätzende Rolle, sogar in der besten Gründerzeit“ gespielt habe, wurde seitens der Gründer, Banken und Institute, deren Interessen diese Leute dienten, aufs eifrigste unterstützt durch Informationen aller Art. Ueber das Treiben und Geschäftsgebaren unreeller Börsenleute werden aber diese selbst gewiss nicht den Staatskommissär informieren, während die ehrenhaften Kaufleute dies meist nicht können, vielleicht auch dem Staatskommissär indifferent oder gar misstrauisch gegenüberstehen; was aber der Staatskommissär aus andern Quellen erfährt, kommt meist zu spät.

3. Von einer so weitgehenden Staatsaufsicht, wie sie die Einsetzung eines Staatskommissärs bedeuten würde, ist ferner zu befürchten, dass gerade die besseren Kreise der Börse, die selbst bestrebt sind, das Odium der schlechteren von sich abzuwälzen und die Missstände des Börsenwesens aus eigener Kraft zu beseitigen, sich durch Einsetzung eines staatlichen Aufsichtsbeamten verletzt fühlen und in der Selbstzucht erlahmen würden. „Man kann es,“ sagt Russell²⁾, „dem ehrenhaften Kaufmannsstande nicht verdenken, wenn er es ablehnt, in Bezug auf seinen Stand von vornherein unter eine gewisse staatliche und polizeiliche Kontrolle gestellt zu werden.“

4. Man hielt den Sachverständigen entgegen, das heutige Aufsichtsrecht des Staates über die Börse leide gerade daran, dass die Eingriffe manchmal ex abrupto ohne rechte Sach-

¹⁾ L. c. S. 285.

²⁾ Stenogr. Ber. S. 573.

kenntnis stattfänden; um dies zu vermeiden, solle eine dauernde Verbindung zwischen Staatsregierung und Börse hergestellt werden. Mit Recht wurde darauf erwidert, dazu bedürfe es nicht eines mit besonderen Rechten ausgestatteten Staatskommissärs, da es dem Handelsministerium bisher schon jederzeit freigestanden habe, über Vorkommnisse an der Börse Bericht von der Börsenbehörde zu fordern und, so oft es ihm beliebe, Beamte zur Beobachtung des Börsenverkehrs an die Börse zu schicken.

An diese allgemeinen Bedenken reihen sich Argumente speziellerer Natur, welche sich besonders gegen die Mitwirkung irgend welcher staatlichen Organe bei der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel richten:

1. Die Mitwirkung eines staatlichen Organes würde einerseits dem Staate eine grosse Verantwortung auferlegen, andererseits das Publikum in der — in jedem Fall unerlässlichen — selbständigen Prüfung der Bonität der Papiere noch nachlässiger machen wie bisher¹⁾. Man ging weiter und sagte sogar, wenn es bei wirklich unsoliden Emissionen gelungen sei, auch den Staatskommissär zu täuschen, könne sein Schweigen vom Emissionshaus geradezu als Reklame benutzt werden. Zum Beweise ihrer Behauptungen führten die Sachverständigen folgende Thatsachen an:

Als die durch die Seehandlungssozietät emittierte 5%ige russische Goldanleihe im Jahre 1884 einen Kursrückgang von 102 auf 84 erfuhr, erklärten viele der geschädigten Besitzer, sie würden diese Papiere nicht erworben haben, wenn sie nicht durch ein staatliches Institut — wie die Seehandlungssozietät es ist — in Verkehr gebracht worden wären²⁾. Ferner: Auf dem Gebiet des Aktienwesens hat man den Konzessionszwang fallen lassen, nur um dem Staat nicht eine Verantwortung aufzuerlegen, die er nicht tragen könne³⁾. Aus dem gleichen Grunde war die hessische Regierung bestrebt, den

¹⁾ Vgl. hierzu Kopetzky S. 3, Russell S. 361, 370, Winterfeldt S. 402, Heimann S. 413, Hinrichsen S. 628, Bamberger S. 634, Kaempf S. 780, v. Guaita S. 802/803 und viele andre.

²⁾ Kussel S. 1449, Weill S. 1967.

³⁾ Lesse S. 1328.

Staatskommissär bei der Darmstädter Bank zu beseitigen¹⁾, aus demselben Grunde — wie sie selbst sagte — hat die preussische Regierung die Anstellung eines Staatskommissärs sehr soliden Hypothekenbanken verweigert²⁾.

2. Die Vermischung politischer und wirtschaftlicher Gesichtspunkte wäre nicht zu vermeiden und könnte von den weittragendsten, gefährlichsten Folgen sein. Solange der Dreibund besteht, wäre es beispielsweise³⁾ schwerlich denkbar, dass die deutsche Regierung oder ein Organ derselben einer italienischen oder österreichischen Anleihe den deutschen Markt verschlüsse, während es wohl möglich ist, dass wirtschaftliche Bedenken gegen Einführung dieser Papiere sprechen. Umgekehrt sind in den beiden Fällen, wo staatlicherseits gegen Papiere ausländischer Staaten vorgegangen wurde, Massregeln getroffen worden gegen Staaten, welche noch heute kreditwürdig sind.

3. Soweit durch Emissionen staatliche Interessen geschädigt werden können, vermochte der Staat — wenigstens in Preussen — dieselben bereits bisher mit sehr einfachen Mitteln zu wahren, wie sich bei Betrachtung des Emissionswesens gezeigt hat.

4. Der Staat würde sich in seinen Entscheidungen über Zulassung ausländischer Papiere meist auf die Informationen des auswärtigen Amtes verlassen. Nach den bisherigen Erfahrungen grosser Emissionshäuser⁴⁾ ist aber dieses Staatsorgan in der Beurteilung der Verhältnisse durchaus nicht vorsichtiger als die ihren Emissionskredit aufs Spiel setzenden Emissionshäuser.

Mehr als auf diesem Gebiete waren die Sachverständigen geneigt, die Mitwirkung eines staatlichen Organes zu befürworten in der Frage der Börsendisziplin. Die Notwendigkeit einer Reform hat sich hier nach drei Richtungen gezeigt:

a) Die Zuständigkeit der Organe, welche bisher mit der

¹⁾ v. Pflaum S. 1504, Cohnstaedt S. 1735.

²⁾ Dr. v. Wilmowsky S. 804.

³⁾ Königs S. 1906.

⁴⁾ Russell S. 360, Schinckel S. 1110.

Disziplinalgewalt betraut waren, war zu eng begrenzt. Sie konnten eine Reihe von Vergehen, welche offenkundig gegen den kaufmännischen Anstand verstossen, nicht ahnden, weil ihnen das Recht hierzu nicht zustand.

b) Die bisherigen Börsenbehörden befanden sich auch nicht im Besitz der zur Ausübung richterlicher Funktionen erforderlichen Mittel, z. B. eidlicher Zeugenvernehmung.

c) Die bisherige Handhabung der Börsendisziplin litt an einer gewissen Lässigkeit.

Während den beiden ersten Mängeln durch Ergänzung bzw. Erweiterung bereits bestehender Bestimmungen leicht abzuhelpen ist, kam bei einigen Sachverständigen zur Beseitigung des letzteren Missstandes endlich der sonst in allen Punkten abgelehnte Staatskommissär zu Ehren, besonders wenn seitens einiger Kommissionsmitglieder, z. B. Schmollers¹⁾, darauf hingewiesen wurde, dass auch nach dem Anerkenntnis der grössten Verehrer der Selbstverwaltung deren Organe niemals gegen ihre guten Freunde, Vettern und Genossen die rechte energische Neigung hätten, die Gesetze durchzuführen, wie staatliche Beamte. Zwar wurden nicht wenige Stimmen²⁾ laut, welche auch in dieser Frage jede staatliche Einmischung ablehnten, teils weil sie das Prinzip der Selbstverwaltung und Selbstzucht konsequent vertraten, teils weil man befürchtete, es werde sich ein gefährliches Denunziantentum entwickeln. Aber die Möglichkeit hierzu ist auch ohne Staatskommissär gegeben, sobald man nur die Börsendisziplin auch auf das „ausserbörsliche“ Geschäftsgebaren der Börsenleute ausdehnt. Unzweifelhaft hat, wie auch der Enquetebericht hervorhebt, die Mitwirkung eines Staatsbeamten bei der juristischen Thätigkeit den einen Erfolg, dass das ausserhalb der Börse stehende Publikum, das zu den Organen des Staates immer mehr Vertrauen hat als zu denen der Selbstverwaltung, eine

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 571.

²⁾ Z. B. Benary S. 263, Arnhold S. 262, Favreu S. 746, Hinrichsen S. 746, Bamberger S. 745, v. Wilmowsky S. 894, Salomon S. 1279, Kussel S. 1485, v. Pflaum S. 1707, Weill S. 2029 und andre.

gewisse Garantie zu erhalten glaubt für die richtige Prüfung und Weiterverfolgung seiner Beschwerden. Die Aussagen der Sachverständigen, welche die Zuziehung eines Staatskommissärs bei Handhabung der Disziplin befürworteten, machen vielfach den Eindruck, als seien sie von dieser Auffassung beherrscht, und glaubten in diesem Punkte dem Publikum eine Konzession machen zu müssen durch Befürwortung einer Einrichtung, von der sie selbst weder grossen Schaden noch grossen Nutzen erwarteten¹⁾.

Fassen wir die Ergebnisse der bisherigen Betrachtungen zusammen, so lautet das Resultat: direktes staatliches Eingreifen in die einzelnen Gebiete des Börsenwesens ist aus den verschiedenartigsten Gründen nicht der richtige Weg zu einer gründlichen Börsenreform. Inwieweit ist nun nach den Ergebnissen des Sachverständigenverhöres der zweite, aus einer ganz entgegengesetzten Richtung kommende und an seinem Endziel zu den Einrichtungen der Londoner Stock Exchange führende Weg zu betreten? Die Börsenleute und sonstigen Experten, welche zu dieser Frage Stellung genommen haben, lassen sich in folgende Gruppen zusammenfassen:

1. Zunächst verteidigten die Vertreter²⁾ der hanseatischen und einiger Provinzialbörsen die an ihren Börsen bestehenden Einrichtungen, da sich hier die Reformbedürftigkeit der Börsenverfassung nicht in dem Masse gezeigt hat wie in Berlin. An den Provinzialbörsen war dies nicht der Fall, weil der Kreis der berufsmässigen Börsenleute hier verhältnismässig klein ist, und deshalb die Kontrolle, welche die Gesamtheit über den

¹⁾ Vgl. auch Weber (l. c. Bd. 43. S. 137): „Und auch, wenn man die Aussagen der grossen Mehrheit der aus Börsenkreisen vernommenen Sachverständigen, welche — namentlich die der Fondsbörse angehörigen — den Gedanken eines Ehrengerichtshofes teils nicht abwiesen, teils und zwar meist befürworteten, durchsieht, hat man den Eindruck einer entschieden vorwaltenden Skepsis gegenüber jedem solchen Institut.“

²⁾ Wolde S. 247 ff., Hinrichsen S. 726 ff., Schinckel S. 1272, Lappenberg S. 1396, Heimann S. 550, v. Wallenberg-Paschaly S. 893 u. a.

einzelnen zu üben vermag, schärfer sein kann. Die Börsen der Hansastädte dagegen sind, wie wir gesehen haben, nicht nur der Ort, wo sich die berufsmässigen Händler, Spekulanten und Makler treffen, um Geschäfte in Wertpapieren abzuschliessen und Preise für dieselben festzustellen, sondern sie sind der tägliche Versammlungsort aller zum Handel jeder Art in irgend welcher Beziehung stehenden Leute, also der Brennpunkt, in dem sich das gesamte kommerzielle Leben konzentriert. Die Vorteile, welche ein solcher völlig offener Markt bietet, wurden von den hanseatischen Geschäftsleuten mit grossem Geschick hervorgehoben: immense Zeitersparnis für den gesamten Geschäftsverkehr, in dem time money ist, die Oeffentlichkeit, unter deren Schutz sich alle Vorgänge vollziehen, die erzieherische Bedeutung dieses Börsenverkehrs für die jungen Kaufleute u. s. w. Dazu kommt dann — als gewichtiges Argument — die Thatsache, dass hier unreelle Elemente, wie sie die Berliner oder Frankfurter Börse aufwiesen, nie eine nur einigermaßen bedeutende Rolle gespielt haben.

2. Eine zweite Gruppe, bestehend aus — meist kleineren — Bankiers und Maklern¹⁾ der Berliner und Frankfurter Börse, wünscht zwar Abgeschlossenheit der Börse nach aussen hin, sowie eine im wesentlichen auf Selbstverwaltung beruhende Börsenverfassung, möchte aber die Aufnahme in den Kreis berufsmässiger Börsenleute nur von moralischen, nicht von materiellen Garantien für die Würdigkeit des Aufzunehmenden abhängig machen; d. h. Bestimmungen, welche den Vorschriften der Londoner Stock Exchange über Realkaution und Bürgschaftsleistung bei Aufnahme bzw. Wiederaufnahme von Bewerbern nachgebildet sind, werden verworfen. Hierfür werden folgende Gründe geltend gemacht:

a) Die Vermittlungskosten und Provisionssätze, welche an der Londoner Stock Exchange berechnet werden, übersteigen bei weitem die in Deutschland üblichen. Eine fest geschlossene mächtige Vereinigung, wie sie diese Fondsbörse

¹⁾ Z. B. Kopetzky S. 227 ff., Benary S. 242 ff., Bamberger S. 722, Goldberger S. 719, Salomon S. 1263 ff., Metzler S. 1274 und andre.

darstelle, könne dem Publikum ihre Bedingungen diktieren und wisse sie aufrecht zu erhalten. Für England, das auf allen Gebieten des wirtschaftlichen Lebens der übrigen Welt überlegen sei, möge eine „korporative“ Börsenverfassung passend sein; die deutschen Börsen dagegen verdankten ihre Konkurrenzfähigkeit, ihre Bedeutung für das internationale Arbitragegeschäft gerade dem Umstand, dass sie dem freien Wettbewerb offenes Feld böten. Es fehlt jedoch jeder Beweis dafür, dass der Mangel einer exklusiven Börsenverfassung die Grundlage für die internationale Bedeutung der Berliner Börse geworden ist, und dass ihr die Erreichung dieser Stellung unmöglich gewesen wäre, wenn die Zulassung zum Börsenbesuch von Realkaution und ernsthaften Bürgschaften abhängig wäre, sowie straffere Organisation und schärfere Disziplin bestünde. Dass damit möglicherweise eine Erhöhung der Vermittlungskosten eingetreten wäre, soll nicht geleugnet werden; wenn sie der Preis ist, um welchen eine grössere Solidität des gesamten Börsenverkehrs zu erlangen ist, so ist das kapitalanlegende Publikum verpflichtet, dieses Opfer zu bringen.

b) Es wurde bestritten, ob es überhaupt möglich sei, auf dem vorgeschlagenen Weg unreelle Elemente vom Börsenverkehr fernzuhalten. „Wir haben,“ sagt der Sachverständige Salomon¹⁾, „vielfach erlebt, dass diejenigen, welche klein zur Börse gekommen sind, sich zu nützlichen Existenzen entwickelt haben, und andererseits solche, welche mit grossem Kapital hinkamen, sich als schädlich erwiesen haben.“

Ebenso weist Wiener²⁾ darauf hin, man könne wohl die „Kleinen“, nicht aber die „Grossen“ von der Börse fern halten. Die grossen, das Emissions- und Kommissionsgeschäft betreibenden Banken übten mit ihren aufs äusserste herabgedrückten Provisionssätzen, mit ihren Riesenkapitalien, die fruktifiziert werden müssten auch in Zeiten der Stagnation, einen mächtigen Reiz auf die Spekulationslust des Publikums aus. Gerade diese Banken vermöchten auf Grund ihres Ansehens Emissionen an

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 1263.

²⁾ Stenogr. Ber. S. 1885.

den Markt zu bringen, welche weite Kreise des Publikums schädigten, sie vermöchten ferner mit Hilfe ihres grossen Kapitals den Markt zu beherrschen und mancherlei Manipulationen, wovon der Sachverständige Beispiele angeführt hat, zum Nachteil des Publikums durchzuführen. Diese Wahrnehmung ist gewiss zutreffend; es denkt deshalb auch niemand daran, auf diesem Wege den Einfluss der grossen Häuser zu beseitigen, ja nicht einmal „an die Möglichkeit, innerhalb der Börse der Macht des Grosskapitals Schranken zu ziehen“, wie Weber¹⁾ sagt. Wenn auch nicht nach oben, so können diese Schranken aber sehr wohl nach unten gezogen werden, gegenüber den Agenten, sogen. kleinen Bankiers, Tagesspekulanten, Kommissionären, welche das Publikum zum Börsenspiel verleiten, welche Spekulationsgeschäfte mit kleinstem Einschuss eingehen, welche auf Uebervorteilung ihrer Kunden gerichtete Geschäftsbedingungen anwenden u. s. w. Leute ohne Vermögen, Kredit und Empfehlung können sehr wohl von der Börse ferngehalten werden, wenn man bei der Zulassung eine gewisse Realkautio und zuverlässige Bürgschaften verlangt. Demgegenüber verweist man darauf, dass die sogen. „kapitallose Intelligenz“, auf die man²⁾ sich schon bei den Beratungen über das Handelsgesetzbuch so gern berufen hat, aus der Börse verwiesen und ein „Monopol der Reichen“ geschaffen werde. Beides ist unrichtig: die „kapitallose Intelligenz“ wird im Dienste der grossen Banken und Handelsunternehmungen lohnende Verwendung finden, bis sie Vermögensbesitz, Kredit und Vertrauen erworben hat, um in selbständiger Stellung aufzutreten: ebenso³⁾ kann von einem Monopol der Reichen keine Rede sein, wenn ein Vermögensbesitz von einigen tausend Mark erforderlich ist, ganz abgesehen davon, dass es gar nicht an Stimmen gefehlt hat (z. B. Christians), welche die Börse als ein Institut betrachten, das überhaupt nur für Reiche zugänglich sein sollte.

¹⁾ Weber l. c. Bd. 43 S. 129.

²⁾ Vgl. z. B. Kopetzky S. 227/228, Bamberger S. 722, Kaempf S. 894, Cohnstaedt S. 1825, 1848, Weill S. 2020 u. a.

³⁾ Vgl. z. B. van Gülp en S. 2588.

c) Weiter wurde die Befürchtung geäussert¹⁾, es könne durch Erschwerung der Zulassungsbedingungen und strengere Abgeschlossenheit der Börse der Geschäftsverkehr teilweise aus der Börse verdrängt und der bisherigen Kontrolle entzogen werden. In Berlin sei es mit Mühe gelungen, die ausserhalb der offiziellen Börse bestehende Sonntags- und Abendbörse, die sogar Kursnotizen veröffentlicht haben, zu beseitigen. Ebenso bestehe in Wien vor dem Börsengebäude eine Börse von höchst zweifelhaftem Wert. Es ist schwer festzustellen, inwieweit diese Befürchtung begründet ist; durch die Erfahrungen der Londoner Stock Exchange würde sie jedenfalls nicht gerechtfertigt. Denn diese Börse ist trotz ihrer Exklusivität und trotz der mannigfachen neben ihr bestehenden Winkelbörsen doch die einzige Fondsbörse in London von irgendwie erheblicher Bedeutung, soweit es sich um den Wertpapierhandel im allgemeinen handelt. Dass natürlich die Papiere von minderer Bonität sich auch den Börsen von geringerer Solidität zuwenden und dass daher zweifelhafte Minenshares mit Vorliebe an Winkelbörsen gehandelt werden, ist eine Thatsache, die hier nicht bestritten werden soll.

3. Eine dritte Gruppe von Experten²⁾, und zwar Vertreter grosser Banken, Theoretiker und Zeitungsredakteure wünschten Ausgestaltung der Börsen als geschlossener Verbände, entweder als öffentlicher Korporationen oder als Privatvereine irgendwelcher Art. Die Zulassungsbedingungen sollen analog denjenigen der Londoner Stock Exchange gestaltet werden, die Börse soll eine nach aussen geschlossene Vereinigung berufsmässiger Börsenhändler und Makler werden, die ihren Mitgliedern gegenüber weitgehende Aufsichtsrechte und Disziplinarbefugnisse besitzt. Davon erwartet man, dass mit den Rechten, die man dieser Korporation oder Vereinigung gibt, in ihr auch das Bewusstsein ihrer Pflichten entsteht. Das Pflichtgefühl jedes einzelnen wird sich heben, es wird sich eine gewisse Standesehre herausbilden, es wird in den Anschauungen der

¹⁾ Frentzel S. 235, Arnhold S. 249 u. a.

²⁾ Russell S. 559 ff., Winterfeldt S. 562, Samuel S. 575. — Lexis S. 3594 ff., Fuchs S. 3597. — Dr. Basch S. 1002, Christians S. 1826.

Börsenleute eine feste Grenze entstehen zwischen dem, was einem ehrenhaften Kaufmann erlaubt und dem, was ihm verboten ist. Nach diesen Normen, die sich im Laufe der Zeit herausbilden werden, wird die Genossenschaft beurteilen können, wer in Bezug auf sein Vermögen, seinen Kredit und das Vertrauen, das er genießt, würdig ist, in ihre Mitte aufgenommen zu werden und wer durch sein Geschäftsgebaren das Recht zur Teilnahme an den Börsenversammlungen verwirkt hat.

Dass in dem eben besprochenen — auch in der wissenschaftlichen Litteratur schon vor der Börsenenquete empfohlenen — Wege die hauptsächlichste Reform des Börsenwesens liege, wurde auch noch von andern Börsenleuten zugegeben, obwohl sie sich entsprechenden Reformvorschlägen gegenüber ablehnend verhielten mit Rücksicht auf die entgegenstehenden technischen Schwierigkeiten. So sagt der Sachverständige Kopetzky¹⁾: „Wenn ich ganz frei wäre, und wir hier über die Einrichtungen und die Statuten einer Börse zu beraten hätten, die ganz neu in Berlin zu errichten wäre, dann würde ich mich allerdings mehr den Londoner Einrichtungen anschliessen.“ Nun handelt es sich eben nicht um erst zu errichtende Börsen, sondern um solche, die auf eine — bei manchen jahrhundertealte — historische Entwicklung zurückblicken, welche jeder Reform in dem angedeuteten Sinne widerstrebt. Dahin gehört in erster Linie die Hamburger Börse; die Börsen der übrigen Seestädte sind zu unbedeutend, um besondere Berücksichtigung zu verdienen²⁾. Nun ist aber eine gründliche Reform des deutschen Börsenwesens nur möglich, wenn die Frage der Börsenverfassung aus einheitlichen Gesichtspunkten geregelt wird. Denn würde man Einrichtungen nach dem Muster der Londoner Stock Exchange nur an der Berliner — nicht auch an der Hamburger — Börse einführen und damit eine Gewähr dafür schaffen, dass hier ein ganz anderer Schlag von Börsen-

¹⁾ Stenogr. Ber. S. 227.

²⁾ Vgl. auch Ring l. c. S. 288: — — „Es wäre einfacher zu sagen gewesen: Die Rücksicht auf Hamburg schloss eine allgemeine Regelung aus. Vor den Börsen minderen Ranges hätte die Kommission kaum Halt gemacht.“

leuten entsteht, dass eine Reihe weniger geeigneter Elemente ausgeschieden werden, so werden sich die letzteren der milderen Bestimmungen unterstehenden Hamburger Börse zuwenden, und für die Reform des gesamten deutschen Börsenwesens wäre nichts gewonnen. Auf der andern Seite erscheint es gewagt und ungerecht, in den historisch gewordenen Zustand der Hamburger Börse durch Bestimmungen, welche ihrer bisherigen Entwicklung und ihrer heutigen Funktion widerstreben, gewaltsam einzugreifen, ihn vielleicht zu vernichten, ohne dass sich hier die Notwendigkeit zu solchen Massnahmen gezeigt hat. Dies war die Schwierigkeit, welche den Reformarbeiten der Enquetekommission entgegenstand und dieselben in ihrem wesentlichsten Punkte zum Scheitern brachte: Bestimmungen, welche die deutschen Börsen allmählich in die Entwicklungsbahn der Londoner Stock Exchange gebracht hätten, wurden nicht vorgeschlagen mit Rücksicht auf die Hamburger Börse. Die Grösse der Schwierigkeit, welche sich der Reform in der Gestalt dieser mehrere Jahrhunderte alten Börse entgegengestellt hat, soll gewiss nicht verkannt werden; ob sie aber erheblich genug war, um in der wichtigsten Frage der Reform, in der Frage der Börsenverfassung, geradezu einen Verzicht auf die Anwendung der geeignetsten Massnahmen für alle deutschen Börsen zu rechtfertigen, mag zweifelhaft erscheinen, besonders wenn man bedenkt, dass sich auch in den Hansastädten bereits ein Zug nach Sonderung der Geschäftszweige bemerkbar macht. In Hamburg besteht bereits für Fonds eine Vorbörse, welche eine halbe Stunde vor der Gesamtbörse beginnt; in Bremen besteht — allerdings innerhalb der allgemeinen Börsenversammlungen — bereits eine besondere Fondsbörse als Privatvereinigung der Interessenten. Die Scheidung der Fonds- und Produktenbörse, wozu sogar auf diesen völlig freien Märkten Ansätze bereits vorhanden sind, wäre dann wohl nicht so unmöglich gewesen. Die Anwesenheit der Notare, Anwälte, Schiffer, der Hauptmänner der Quartierleute und Speicherarbeiter, der Agenten überseeischer Transportversicherungsgesellschaften u. s. w. mag für den Warenhandel vorteilhaft sein, für den Wertpapierhandel ist sie es nicht unbedingt. Wertpapiere und Waren sind so ver-

schiedene Objekte des Handels, dass die von der Enquete-kommission in ihren Untersuchungen, wie in ihren Vorschlägen — wenn irgend möglich — eingeschlagene Methode, die Wertpapier- und Warenbörse gleichmässig zu behandeln, hier gewiss nicht berechtigt war, wo die thatsächliche Gestaltung des Verkehrs selbst nach Trennung der Geschäftszweige hinstrebt. Auch Weber¹⁾ gelangt zu dem Schlusse: „Die Möglichkeit einer räumlichen und personellen Trennung des Fondshandels vom Warenhandel, selbst wenn man nicht, was möglich wäre, den Wechsel- und Geldsortenhandel vom Fondshandel ausnimmt, und damit einer gesonderten und eventuell geschlossenen Fondsbörse ist auch für Hamburg kaum zu bezweifeln.“

Thatsache bleibt, dass das Börsengesetz keinen Vorschlag gemacht hat, der auf diesem Wege eine Beseitigung des Haupthindernisses der einheitlichen Ausgestaltung deutscher Börsen nach dem Vorbild der Londoner Stock Exchange hätte herbeiführen sollen. Thatsache bleibt ferner, dass das Börsengesetz in der wichtigsten Frage der Börsenreform, in der Frage der Börsenverfassung, die Konsequenzen aus den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmungen nicht gezogen hat; denn diese waren: die hauptsächlichsten im Börsenwesen zu Tage getretenen Missstände beruhen in erster Linie nicht in den Börseneinrichtungen, nicht im geltenden Recht, sondern in der Qualität gewisser Börsenleute, die nach drei Richtungen hin Mängel aufwiesen, in Bezug auf ihre Moral, auf ihre Kapitalkraft und ihre Sachkunde. Der einzig mögliche Weg, den Stand der berufsmässigen Börsenleute auf ein höheres Niveau zu bringen durch allmähliches Einlenken in die Bahnen der Londoner Stock Exchange wurde verabsäumt; in der Frage der Börsenverfassung steht das Börsengesetz nicht auf dem Boden der Enqueteergebnisse; was auf diesem Gebiete an Gesetzesbestimmungen erlassen worden ist, sind — eine Folge des in den Enquetekommissionsbeschlüssen eingeschlagenen sogen. Mittelweges zwischen Polizeiaufsicht und Selbstverwaltung der Börse — halbe Massnahmen: auf der einen Seite ein Staatskommissär, der, wenn man sich das Heil von Polizei-

¹⁾ Weber l. c. Bd. 43 S. 126.

aufsicht und direkten staatlichen Eingriffen erwartet, mit für diesen Zweck immer noch nicht genügenden Vollmachten und einem viel zu grossen Aufgabenkreis ausgestattet ist, auf der andern Seite ein Ehrengericht, dem, wenn man sich Erfolg von der Selbstzucht der Börse versprach, geradezu das Fundament fehlt, nämlich ein auch **nur annähernd gleichgearteter Stand** von Berufsgenossen. Nach beiden Seiten sind die Lücken des Reichsbörsengesetzes geradezu in die Augen springend. Unmittelbar kann der Staatskommissär gar nicht eingreifen, er kann nur den Beratungen der Börsenorgane beiwohnen und diese „auf hervorgetretene Missbräuche aufmerksam machen und der vorgesetzten Behörde berichten“; er hat ferner bei Handhabung der Börsendisziplin in gewissem Umfang mitzuwirken, auf die Hauptsache jedoch, auf das durch das Ehrengericht bzw. die Berufungskammer zu fällende Urteil über den Beschuldigten hat er trotz aller ihm eingeräumten Befugnisse keinen Einfluss. Was Ring¹⁾ von dem Staatskommissär der Enquetevorschläge sagt, gilt in fast ebenso-grossem Umfang für den Staatskommissär des Börsengesetzes: „Ein solcher überall gebundener Staatskommissär wird freilich der Statist bleiben, von welchem in der hessischen Kammer die Rede war.“ Daneben das Ehrengericht. Ein Ehrengericht setzt einen Stand von Leuten des gleichen Berufes mit annähernd gleicher Bildung, ungefähr gleichen äusseren Verhältnissen und einigermaßen gleichen Begriffen von gut und böse, von ehrenhaft und unehrenhaft voraus. Wie soll sich ein solcher Stand von Börsenleuten unter dem Reichsbörsengesetz bilden, wenn in den Bedingungen zur Zulassung der Börse fast gar keine Aenderung eintreten soll, wenn nach wie vor „die Differenzen an Bildung, Erziehung und äusseren Verhältnissen ausserordentlich sind“, wenn sich nach wie vor Tagesspekulanten, welche keinerlei produktive Funktion erfüllen, Leute, „die kaum ihren Namen schreiben können“, und solche, die täglich „das Zuchthaus mit dem Aermel streifen“, — gewiss eine bunte Gesellschaft — neben andern, durchaus ehrenhaften, hochachtbaren Börsenbesuchern an der Börse ein-

¹⁾ Ring l. c. S. 323.

finden können. Die Ansichten der einzelnen über die Pflichten des ehrenhaften Kaufmannes werden in diesem gemischten Kreise gewiss nicht dieselben sein. Eine Gewähr dafür, dass die guten Elemente unter den berufsmässigen Börsenleuten die Anschauungen der schlechteren beeinflussen oder gar von vornherein aus ihrem Kreise fernhalten können, ist im Reichsbörsengesetz nicht gegeben. Wenn sich der Einfluss der vornehmeren Elemente trotzdem geltend machen wird, sind seine Wirkungen nicht dem Börsengesetz zu verdanken.

Aufgabe unserer Untersuchung war lediglich, festzustellen, ob die im Reichsbörsengesetz und den zugehörigen Ausführungsbestimmungen erlassenen Anordnungen mit den Ergebnissen der Börsenenquete übereinstimmen. Es unterliegt gar keinem Zweifel, dass die Neuordnung der Warenbörse in sehr wichtigen Punkten sich mit den Ergebnissen der Enquete in Widerspruch befunden hat; auf die vom Gesetzgeber nicht vorausgesehenen Folgen dieser Politik, welche bereits seit dem 1. Januar 1897 hervorgetreten sind, einzugehen, liegt ausserhalb des Rahmens meiner Aufgabe. Man kann nicht behaupten, dass die Bestimmungen bezüglich der Umgestaltung der Effektenbörse in so grellem Widerspruch zu den Ergebnissen der Enquete stehen, wie dies bei der Warenbörse der Fall ist, immerhin aber glaube ich nachgewiesen zu haben, dass in sehr vielen und wichtigen Fragen die Ergebnisse der Börsenenquete gar nicht oder nur ungenügend für die positive Börsenreform nutzbar gemacht worden sind. Den Grund hierfür erblicke ich — abgesehen von den wirtschaftspolitischen Bestrebungen der verschiedenen Parteien — zum grossen Teil auch darin, dass es einer grossen Anzahl derjenigen, welche über die einzelnen Paragraphen des Börsengesetzes abzustimmen hatten, an einer genügenden Kenntniss der auf der Tagesordnung stehenden Materie gefehlt hat. Man kann sich bei der Lektüre der Reichstagsverhandlungen über das Börsengesetz des Eindrucks nicht erwehren, als hätte die Mehrzahl der Abgeordneten die Ergebnisse der Börsenenquete nicht gekannt, viel weniger deren Veröffentlichungen einem so gründlichen Studium unterzogen, wie es dieses schwierige und umfangreiche Gebiet erfordert. Unter diesen Umständen, deren Ursachen teilweise

allerdings wiederum in dem Verfahren¹⁾ der Enquete liegen, musste das Endergebnis ein unvollkommenes werden. Es ist deshalb wahrscheinlich, dass die Enttäuschung derjenigen, welche vom Reichsbörsengesetz einen beträchtlichen Fortschritt im Sinne der Besserung erwarteten, ebenfalls — wenn auch vielleicht später als der offenkundige Misserfolg des Börsengesetzes in der Reform der Warenbörse — hinsichtlich der Fondsbörse zu Tage treten wird und dass alsdann der Gesetzgebung von neuem Gelegenheit gegeben wird, die Ergebnisse der Börsen-enquete wirksamer, als es bisher geschah, zu verwerten.

¹⁾ Dasselbe zeigte bekanntlich drei Hauptmängel: Anwendung eines im voraus entworfenen Fragebogens, Heimlichkeit, Erörterung von Reformprojekten statt thatsächlicher Feststellungen.

A n h a n g.

Börsengesetz vom 22. Juni 1896.

Wir Wilhelm, von Gottes Gnaden Deutscher Kaiser, König von Preussen etc., verordnen im Namen des Reichs, nach erfolgter Zustimmung des Bundesrats und des Reichstags, was folgt:

I. Allgemeine Bestimmungen über die Börsen und deren Organe.

§ 1. Die Errichtung einer Börse bedarf der Genehmigung der Landesregierung. Diese ist befugt, die Aufhebung bestehender Börsen anzuordnen.

Die Landesregierungen üben die Aufsicht über die Börsen aus. Sie können die unmittelbare Aufsicht den Handelsorganen (Handelskammern, kaufmännischen Korporationen) übertragen.

Der Aufsicht der Landesregierungen und der mit der unmittelbaren Aufsicht betrauten Handelsorgane unterliegen auch die auf den Börsenverkehr bezüglichen Einrichtungen der Kündigungsbüreaus, Liquidationskassen, Liquidationsvereine und ähnlicher Anstalten.

§ 2. Bei den Börsen sind als Organe der Landesregierung Staatskommissare zu bestellen. Ihnen liegt es ob, den Geschäftsverkehr an der Börse sowie die Befolgung der in Bezug auf die Börse erlassenen Gesetze und Verwaltungsbestimmungen nach näherer Anweisung der Landesregierung zu überwachen. Sie sind berechtigt, den Beratungen der Börsenorgane beizuwohnen und die Börsenorgane auf hervorgetretene Missbräuche aufmerksam zu machen. Sie haben über Mängel und über die Mittel zu ihrer Abstellung Bericht zu erstatten.

Mit Zustimmung des Bundesrats kann für einzelne Börsen die Thätigkeit des Staatskommissars auf die Mitwirkung beim ehrengerichtlichen Verfahren beschränkt oder, sofern es sich um kleine Börsen handelt, von der Bestellung eines Staatskommissars abgesehen werden.

§ 3. Zur Begutachtung über die durch dieses Gesetz der Beschlussfassung des Bundesrats überwiesenen Angelegenheiten ist als Sachverständigenorgan ein Börsenausschuss zu bilden. Derselbe ist befugt,

Anträge an den Reichskanzler zu stellen und Sachverständige zu vernehmen.

Der Börsenausschuss besteht aus mindestens dreissig Mitgliedern, welche vom Bundesrat in der Regel auf je fünf Jahre zu wählen sind. Eine erneute Wahl ist zulässig. Die Wahl der Hälfte der Mitglieder erfolgt auf Vorschlag der Börsenorgane. Darüber, in welcher Anzahl dieselben von den einzelnen Börsenorganen vorzuschlagen sind, bestimmt der Bundesrat. Die andere Hälfte wird unter angemessener Berücksichtigung von Landwirtschaft und Industrie gewählt.

Die Geschäftsordnung für den Ausschuss wird nach Anhörung desselben von dem Bundesrat erlassen; der letztere setzt auch die den Ausschussmitgliedern zu gewährenden Tagegelder und Reisekosten fest.

§ 4. Für jede Börse ist eine Börsenordnung zu erlassen.

Die Genehmigung derselben erfolgt durch die Landesregierung. Dieselbe kann die Aufnahme bestimmter Vorschriften in die Börsenordnung anordnen, insbesondere die Vorschrift, dass in den Vorständen der Produktenbörsen die Landwirtschaft, die landwirtschaftlichen Nebengewerbe und die Müllerei eine entsprechende Vertretung finden.

§ 5. Die Börsenordnung muss Bestimmungen treffen:

1. über die Börsenleitung und ihre Organe;
2. über die Geschäftszweige, für welche die Börseneinrichtungen bestimmt sind;
3. über die Voraussetzungen der Zulassung zum Besuche der Börse;
4. darüber, in welcher Weise die Preise und Kurse zu notieren sind.

§ 6. Die Börsenordnung kann für andere als die nach § 5 Ziffer 2 zu bezeichnenden Geschäftszweige, sofern dies nicht mit besonderen Bestimmungen dieses Gesetzes (§§ 40, 41, 51, 52) in Widerspruch steht, die Benutzung von Börseneinrichtungen zulassen. Ein Anspruch auf die Benutzung erwächst in diesem Falle für die Beteiligten nicht. Der Bundesrat ist befugt, für bestimmte Geschäftszweige die Benutzung der Börseneinrichtungen zu untersagen oder von Bedingungen abhängig zu machen.

§ 7. Vom Börsenbesuche sind ausgeschlossen:

1. Personen weiblichen Geschlechts;
2. Personen, welche sich nicht im Besitze der bürgerlichen Ehrenrechte befinden;
3. Personen, welche infolge gerichtlicher Anordnung in der Verfügung über ihr Vermögen beschränkt sind;
4. Personen, welche wegen betrügerischen Bankerutts rechtskräftig verurteilt sind;
5. Personen, welche wegen einfachen Bankerutts rechtskräftig verurteilt sind;
6. Personen, welche sich im Zustande der Zahlungsunfähigkeit befinden;

7. Personen, gegen welche durch rechtskräftige oder für sofort wirksam erklärte ehrengerichtliche Entscheidung auf Ausschliessung von dem Besuche einer Börse erkannt ist.

Die Zulassung oder Wiedenzulassung zum Börsenbesuche kann in den Fällen unter 2 und 3 nicht vor der Beseitigung des Ausschliessungsgrundes, in dem Falle unter 5 nicht vor Ablauf von sechs Monaten, nachdem die Strafe verbüsst, verjährt oder erlassen ist, erfolgen; sie darf in dem letzteren Falle und ebenso in dem Falle unter 6 nur stattfinden, wenn der Börsenvorstand den Nachweis für geführt erachtet, dass die Schuldverhältnisse sämtlichen Gläubigern gegenüber durch Zahlung, Erlass oder Stundung geregelt sind. Einer Person, welche im Wiederholungsfalle in Zahlungsunfähigkeit oder in Konkurs geraten ist, muss die Zulassung oder Wiedenzulassung mindestens für die Dauer eines Jahres verweigert werden. In dem Falle unter 4 ist der Ausschluss ein dauernder.

Die Börsenordnungen können weitere Ausschliessungsgründe festsetzen.

Auf Antrag der Börsenorgane kann die Landesregierung in besonderen Fällen Ausnahmen von den Vorschriften über die Ausschliessung vom Börsenbesuche zulassen.

§ 8. Die Börsenaufsichtsbehörde ist befugt, zur Aufrechthaltung der Ordnung und für den Geschäftsverkehr an der Börse Anordnungen zu erlassen.

Die Handhabung der Ordnung in den Börsenräumen liegt dem Börsenvorstande ob. Er ist befugt, Personen, welche die Ordnung oder den Geschäftsverkehr an der Börse stören, sofort aus den Börsenräumen zu entfernen und mit zeitweiliger Ausschliessung von der Börse oder mit Geldstrafe zu bestrafen. Das Höchstmass beider Strafen wird durch die Börsenordnung festgesetzt. Die Ausschliessung von der Börse kann mit Genehmigung der Börsenaufsichtsbehörde durch Anschlag in der Börse bekannt gemacht werden.

Gegen die Verhängung der Strafen findet innerhalb einer durch die Börsenordnung festzusetzenden Frist die Beschwerde an die Börsenaufsichtsbehörde statt.

Finden sich an der Börse Personen zu Zwecken ein, welche mit der Ordnung oder dem Geschäftsverkehr an derselben unvereinbar sind, so ist ihnen der Zutritt zu untersagen.

§ 9. An jeder Börse wird ein Ehrengericht gebildet. Es besteht, wenn die unmittelbare Aufsicht über die Börse einem Handelsorgane (§ 1 Absatz 2) übertragen ist, aus der Gesamtheit oder einem Ausschusse dieses Aufsichtsorgans, andernfalls aus Mitgliedern, welche von den Börsenorganen gewählt werden. Die näheren Bestimmungen über die Zusammensetzung des Ehrengerichts werden von der Landesregierung erlassen.

§ 10. Das Ehrengericht zieht zur Verantwortung Börsenbesucher, welche im Zusammenhange mit ihrer Thätigkeit an der Börse sich eine

mit der Ehre oder dem Anspruch auf kaufmännisches Vertrauen nicht zu vereinbarende Handlung haben zu Schulden kommen lassen.

§ 11. Von der Einleitung oder Ablehnung eines ehrengerichtlichen Verfahrens ist der Staatskommissar (§ 2) zu unterrichten. Er kann die Einleitung eines ehrengerichtlichen Verfahrens verlangen. Diesem Verlangen sowie allen von dem Kommissar gestellten Beweisanträgen muss stattgegeben werden. Der Kommissar hat das Recht, allen Verhandlungen beizuwohnen, und die ihm geeignet erscheinenden Anträge sowie Fragen an den Beschuldigten, die Zeugen und Sachverständigen zu stellen.

§ 12. Zur Vorbereitung der Hauptverhandlung kann das Ehrengericht einem Mitgliede die Führung einer Voruntersuchung übertragen. In der Voruntersuchung wird der Beschuldigte unter Mitteilung der Beschuldigungspunkte vorgeladen und, wenn er erscheint, mit seinen Erklärungen und Anträgen gehört.

Zeugen und Sachverständige dürfen nur unbeeidigt vernommen werden.

§ 13. Mit Zustimmung des Staatskommissars kann das Ehrengericht das Verfahren einstellen, andernfalls ist die Hauptverhandlung anzuberaumen.

§ 14. Die Hauptverhandlung vor dem Ehrengerichte findet statt, auch wenn der Beschuldigte nicht erschienen ist. Sie ist nicht öffentlich. Das Ehrengericht kann die Öffentlichkeit der Verhandlung anordnen. Die Anordnung muss erfolgen, falls der Staatskommissar oder der Beschuldigte es beantragt, sofern nicht die Voraussetzungen des § 173 des Gerichtsverfassungsgesetzes vorliegen.

Der Beschuldigte ist befugt, sich des Beistandes eines Verteidigers zu bedienen.

Das Ehrengericht ist berechtigt, Zeugen und Sachverständige vorzuladen und eidlich zu vernehmen.

§ 15. Die Strafen bestehen in Verweis, sowie in zeitweiliger oder dauernder Ausschliessung von der Börse.

Ergibt sich, dass keine unehrenhafte Handlung, sondern nur eine Störung der Ordnung oder des Geschäftsverkehrs an der Börse vorliegt, so kann die Bestrafung gemäss § 8 Absatz 2 durch das Ehrengericht stattfinden.

§ 16. Die Entscheidung wird in der Sitzung, in welcher die mündliche Verhandlung geschlossen wird, unter Angabe der Gründe verkündet oder spätestens innerhalb zwei Wochen nach dem Schlusse der Verhandlung dem Staatskommissar und dem Beschuldigten in einer mit Gründen versehenen Ausfertigung zugestellt.

Dem nicht erschienenen Beschuldigten ist auch die verkündete Entscheidung zuzustellen. Sowohl der Staatskommissar wie der Beschuldigte können auch bei in ihrer Gegenwart erfolgter Verkündung der Entscheidung eine mit Gründen versehene Ausfertigung derselben beanspruchen.

Das Ehrengericht kann in der Entscheidung anordnen, dass und auf welche Weise sie öffentlich bekannt zu machen ist.

Das Ehrengericht kann, wenn auf zeitweilige oder dauernde Ausschlussung von der Börse erkannt ist, anordnen, dass die Wirkung der Entscheidung sofort eintrete.

Auf Antrag des freigesprochenen Beschuldigten hat das Gericht die öffentliche Bekanntmachung der Freisprechung anzuordnen.

§ 17. Gegen die Entscheidung des Ehrengerichts steht sowohl dem Staatskommissar als dem Beschuldigten die Berufung an die periodisch zu bildende Berufungskammer offen.

Die Berufungskammer besteht aus einem Vorsitzenden und sechs Beisitzern. Der Vorsitzende wird von dem Bundesrat bestimmt. Die Beisitzer werden von dem Börsenausschusse aus seinen auf Vorschlag der Börsenorgane berufenen Mitgliedern gewählt; von den Beisitzern dürfen nicht mehr als zwei derselben Börse angehören.

Für den Vorsitzenden und die Beisitzer werden in gleicher Weise Stellvertreter bestellt.

In einer Spruchszung dürfen nicht mehr als zwei Beisitzer mitwirken, welche derselben Börse angehören.

§ 18. Die Einlegung der Berufung geschieht zu Protokoll oder schriftlich bei dem Ehrengerichte, welches die anzugreifende Entscheidung erlassen hat.

Die Frist zur Einlegung der Berufung beträgt eine Woche.

Sie beginnt, falls die Entscheidung verkündet worden ist, für den Staatskommissar und den erschienenen Beschuldigten mit der Verkündung, im übrigen mit der Zustellung der Entscheidung.

§ 19. Nach Einlegung der Berufung ist dem Staatskommissar sowie dem Beschuldigten, sofern es nicht bereits geschehen, die angefochtene Entscheidung, mit Gründen versehen, zuzustellen.

§ 20. Zur schriftlichen Rechtfertigung der Berufung steht demjenigen, der sie rechtzeitig eingelegt hat, eine Frist von einer Woche offen. Sie beginnt mit dem Ablauf der Einlegungsfrist oder, wenn zu dieser Zeit die Entscheidung noch nicht zugestellt war, mit deren Zustellung.

§ 21. Die Berufungsschrift des Beschuldigten und die etwa eingehende Rechtfertigung wird dem Staatskommissar, die Berufungsschrift und die Rechtfertigung des Staatskommissars dem Beschuldigten mitgeteilt. Innerhalb einer Woche nach der Mitteilung kann eine Beantwortungsschrift eingereicht werden.

§ 22. Die Fristen zur Rechtfertigung und zur Beantwortung der Berufung können auf Antrag von dem Ehrengerichte verlängert werden.

§ 23. Nach Ablauf der in den §§ 18, 20, 21 und 22 bestimmten Fristen werden die Akten an die Berufungskammer eingesandt. Zu der Verhandlung ist der Beschuldigte vorzuladen und der Staatskommissar zuzuziehen.

Die Berufungskammer kann zur Aufklärung des Sachverhalts vorherige Beweiserhebungen veranlassen.

Auf das Verfahren vor der Berufungskammer finden die Vorschriften der §§ 11, 14, 15 und 16 Anwendung.

§ 24. Ueber jede Vernehmung in der Voruntersuchung und über die Hauptverhandlung ist durch einen vereideten Protokollführer ein Protokoll aufzunehmen.

§ 25. Neben der Strafe kann auf vollständigen oder teilweisen Ersatz der durch das Verfahren entstandenen baren Auslagen erkannt werden.

§ 26. Die Gerichte sind verpflichtet, dem Ersuchen des Ehrengerichts sowie der Berufungskammer um Vernehmung von Zeugen und Sachverständigen zu entsprechen.

§ 27. Die mit der Aufsicht über die Börsen betrauten Organe sind verpflichtet, Handlungen der Börsenbesucher, welche zu einem ehrengerichtlichen Verfahren Anlass geben, zur Kenntnis des Staatskommissars oder, wenn ein solcher nicht bestellt ist, zur Kenntnis des Ehrengerichts zu bringen.

§ 28. Eine Vereinbarung, durch welche die Beteiligten sich der Entscheidung eines Börsenschiedsgerichts unterwerfen, ist nur verbindlich, wenn jeder der Beteiligten Kaufmann oder für den betreffenden Geschäftszweig in das Börsenregister (§ 54) eingetragen ist oder wenn die Unterwerfung unter das Schiedsgericht nach Entstehung des Streitfalles erfolgt.

II. Feststellung des Börsenpreises und Maklerwesen.

§ 29. Bei Waren oder Wertpapieren, deren Börsenpreis amtlich festgestellt wird, erfolgt diese Feststellung sowohl für Kassa- wie für Zeitgeschäfte durch den Börsenvorstand, soweit die Börsenordnung nicht die Mitwirkung von Vertretern anderer Berufszweige vorschreibt.

Bei der Feststellung darf ausser dem Staatskommissar, dem Börsenvorstande, den Börsensekretären, den Kursmaklern und den Vertretern der beteiligten Berufszweige, deren Mitwirkung die Börsenordnung vorschreibt, niemand zugegen sein.

Als Börsenpreis ist derjenige Preis festzusetzen, welcher der wirklichen Geschäftslage des Verkehrs an der Börse entspricht.

§ 30. Zur Mitwirkung bei der amtlichen Festsetzung des Börsenpreises von Waren und Wertpapieren sind Hilfspersonen (Kursmakler) zu ernennen. Sie müssen, solange sie die Thätigkeit als Kursmakler ausüben, die Vermittelung von Börsengeschäften in den betreffenden Waren oder Wertpapieren betreiben. Sie werden von der Landesregierung bestellt und entlassen und leisten vor Antritt ihrer Stellung den Eid, dass sie die ihnen obliegenden Pflichten getreu erfüllen werden.

Eine Vertretung der Kursmakler (Maklerkammer) ist bei der Bestellung neuer Kursmakler und bei Verteilung der Geschäfte unter die einzelnen Makler gutachtlich zu hören. Die näheren Bestimmungen über die Bestellung und Entlassung der Kursmakler und die Organisation

ihrer Vertretung sowie über ihr Verhältnis zu den Staatskommissaren und den Börsenorganen werden von der Landesregierung erlassen.

§ 31. Bei Geschäften in Waren oder Wertpapieren kann ein Anspruch auf Berücksichtigung bei der amtlichen Feststellung des Börsenpreises nur erhoben werden, wenn sie durch Vermittelung eines Kursmaklers abgeschlossen sind. Die Berechtigung des Börsenvorstandes, auch andere Geschäfte zu berücksichtigen, bleibt hierdurch unberührt.

§ 32. Die Kursmakler dürfen in den Geschäftszweigen, für welche sie bei der amtlichen Feststellung des Börsenpreises mitwirken, nur insoweit für eigene Rechnung oder in eigenem Namen Handelsgeschäfte schliessen oder eine Bürgschaft für die von ihnen vermittelten Geschäfte übernehmen, als dies zur Ausführung der ihnen erteilten Aufträge nötig ist; die Landesregierung bestimmt, in welcher Weise die Beobachtung dieser Vorschrift zu überwachen ist. Die Gültigkeit der abgeschlossenen Geschäfte wird hierdurch nicht berührt.

Die Kursmakler dürfen, soweit nicht die Landesregierung Ausnahmen zulässt, kein sonstiges Handelsgewerbe betreiben, auch nicht an einem solchen als Kommanditist oder stiller Gesellschafter beteiligt sein; ebensowenig dürfen sie zu einem Kaufmann in dem Verhältnisse eines Prokuristen, Handlungsbevollmächtigten oder Handlungsgehilfen stehen.

§ 33. Die im Artikel 67 Absatz 2, im Artikel 71 Absatz 1 und in den Artikeln 72 bis 74, 76, 79 bis 83 des Handelsgesetzbuchs enthaltenen Vorschriften finden auf die Kursmakler Anwendung.

Das von dem Kursmakler zu führende Tagebuch muss vor dem Gebrauche Blatt für Blatt mit fortlaufenden Zahlen bezeichnet und dem Börsenvorstande zur Beglaubigung der Zahl der Blätter vorgelegt werden.

Wenn ein Kursmakler stirbt oder aus dem Amt scheidet, ist sein Tagebuch bei dem Börsenvorstande niederzulegen.

§ 34. Für die Vermittelung von Börsengeschäften findet eine amtliche Bestellung von Handelsmaklern im Sinne des Artikels 66 des Handelsgesetzbuchs nicht statt; die bisher erfolgten Bestellungen verlieren ihre Wirksamkeit.

Zur Vornahme der nach den Artikeln 311, 343, 348, 354, 357, 365, 366 und 387 des Handelsgesetzbuchs durch einen Handelsmakler zu bewirkenden Verkäufe sind auch die Kursmakler sowie die sonst zur Vornahme von Verkäufen der bezeichneten Art oder von Versteigerungen öffentlich ermächtigten Handelsmakler befugt.

§ 35. Der Bundesrat ist befugt:

1. eine von den Vorschriften in § 29 Absatz 1 und 2 und in den §§ 30 und 31 abweichende amtliche Feststellung des Börsenpreises von Waren oder Wertpapieren für einzelne Börsen zuzulassen;
2. eine amtliche Feststellung des Börsenpreises bestimmter Waren allgemein oder für einzelne Börsen vorzuschreiben;
3. Bestimmungen zu erlassen, um eine Einheitlichkeit der Grundsätze über die den Feststellungen von Warenpreisen zu

Grunde zu legenden Mengen und über die für die Feststellung der Preise von Wertpapieren massgebenden Gebräuche herbeizuführen.

Die Befugnis der Landesregierung zu Anordnungen der im Absatz 1 Ziffer 2 und 3 bezeichneten Art wird hierdurch nicht berührt, soweit der Bundesrat von seiner Befugnis keinen Gebrauch gemacht hat. Diese Anordnungen sind dem Reichskanzler zur Kenntnissnahme mitzuteilen.

III. Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel.

§ 36. Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel erfolgt an jeder Börse durch eine Kommission (Zulassungsstelle), von deren Mitgliedern mindestens die Hälfte aus Personen bestehen muss, welche nicht ins Börsenregister für Wertpapiere (§ 54) eingetragen sind.

Von der Beratung und Beschlussfassung über die Zulassung eines Wertpapiers zum Börsenhandel sind diejenigen Mitglieder ausgeschlossen, welche an der Einführung dieses Wertpapiers in den Börsenhandel beteiligt sind; für die ausscheidenden Mitglieder sind Stellvertreter nach näherer Bestimmung der Börsenordnung zu berufen.

Die Zulassungsstelle hat die Aufgabe und die Pflicht:

- a) die Vorlegung der Urkunden, welche die Grundlage für die zu emittierenden Wertpapiere bilden, zu verlangen und diese Urkunden zu prüfen;
- b) dafür zu sorgen, dass das Publikum über alle zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendigen thatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse soweit als möglich informiert wird, und bei Unvollständigkeit der Angaben die Emission nicht zuzulassen;
- c) Emissionen nicht zuzulassen, durch welche erhebliche allgemeine Interessen geschädigt werden oder welche offenbar zu einer Uebervorteilung des Publikums führen.

Die Zulassungsstelle darf die Emission ohne Angabe von Gründen ablehnen. Im übrigen werden die Bestimmungen über die Zusammensetzung der Zulassungsstelle sowie über die Zulässigkeit einer Beschwerde gegen deren Entscheidungen durch die Börsenordnungen getroffen. Die Zulassungsstelle ist befugt, zum Börsenhandel zugelassene Wertpapiere von demselben auszuschliessen.

Die Zulassung deutscher Reichs- und Staatsanleihen darf nicht versagt werden.

§ 37. Wird von der Zulassungsstelle einer Börse der Antrag auf Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel abgelehnt, so hat die Zulassungsstelle den Vorständen der übrigen deutschen Börsen für Wertpapiere Mitteilung zu machen. Dabei ist anzugeben, ob die Ablehnung mit Rücksicht auf örtliche Verhältnisse oder aus anderen Gründen erfolgt ist. In letzterem Falle darf die Zulassung von einer anderen Börse

nur mit Zustimmung derjenigen Stelle erteilt werden, welche die Zulassung abgelehnt hat.

Der Antragsteller hat anzugeben, ob das Gesuch um Zulassung bereits bei einer anderen Börse eingereicht ist oder gleichzeitig eingereicht wird. Ist dies der Fall, so sollen die Wertpapiere nur mit Zustimmung der anderen Zulassungsstelle zugelassen werden.

§ 38. Nach Einreichung des Antrages auf Zulassung von Wertpapieren ist derselbe von der Zulassungsstelle unter Bezeichnung der Einführungsfirma, des Betrages sowie der Art der einzuführenden Wertpapiere zu veröffentlichen. Zwischen dieser Veröffentlichung und der Einführung an der Börse muss eine Frist von mindestens sechs Tagen liegen.

Vor der Zulassung ist, sofern es sich nicht um deutsche Reichs- oder Staatsanleihen handelt, ein Prospekt zu veröffentlichen, welcher die für die Beurteilung des Wertes der einzuführenden Papiere wesentlichen Angaben enthält. Das Gleiche gilt für Konvertierungen und Kapitalserhöhungen. Der Prospekt muss den Betrag, welcher in den Verkehr gebracht, sowie den Betrag, welcher vorläufig vom Verkehr ausgeschlossen werden soll, und die Zeit, für welche dieser Ausschluss erfolgen soll, ersichtlich machen.

Für Schuldverschreibungen, bezüglich deren das Reich oder ein Bundesstaat die volle Garantie übernommen hat, und für Schuldverschreibungen kommunaler Körperschaften und kommunalständischer Kreditinstitute sowie der unter staatlicher Aufsicht stehenden Pfandbriefanstalten kann die Landesregierung (§ 1) von der Verpflichtung zur Einreichung eines Prospekts entbinden.

§ 39. Die Zulassung von Aktien eines zur Aktiengesellschaft oder zur Kommanditgesellschaft auf Aktien umgewandelten Unternehmens zum Börsenhandel darf vor Ablauf eines Jahres nach Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister und vor der Veröffentlichung der ersten Jahresbilanz nebst Gewinn- und Verlustrechnung nicht erfolgen. In besonderen Fällen kann diese Frist von der Landesregierung (§ 1) ganz oder teilweise erlassen werden.

Die Zulassung von Anteilsscheinen oder staatlich nicht garantierten Obligationen ausländischer Erwerbsgesellschaften ist davon abhängig, dass die Emittenten sich auf die Dauer von fünf Jahren verpflichten, die Bilanz sowie die Gewinn- und Verlustrechnung jährlich nach Feststellung derselben in einer oder mehreren von der Zulassungsstelle zu bestimmenden deutschen Zeitungen zu veröffentlichen.

§ 40. Für Wertpapiere, welche zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt werden, darf vor beendeter Zuteilung an die Zeichner eine amtliche Feststellung des Preises nicht erfolgen. Vor diesem Zeitpunkt sind Geschäfte von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen und dürfen von den Kursmaklern nicht notiert werden. Auch dürfen für solche Geschäfte Preislisten (Kurszettel) nicht veröffentlicht oder in mechanisch hergestellter Vervielfältigung verbreitet werden.

§ 41. Für Wertpapiere, deren Zulassung zum Börsenhandel verweigert oder nicht nachgesucht ist, darf eine amtliche Feststellung des Preises nicht erfolgen. Geschäfte in solchen Wertpapieren sind von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen und dürfen von den Kursmaklern nicht vermittelt werden. Auch dürfen für solche an der Börse abgeschlossenen Geschäfte Preislisten (Kurszettel) nicht veröffentlicht oder in mechanisch hergestellter Vervielfältigung verbreitet werden, soweit nicht die Börsenordnung für besondere Fälle Ausnahmen gestattet.

§ 42. Der Bundesrat bestimmt den Mindestbetrag des Grundkapitals, welcher für die Zulassung von Aktien an den einzelnen Börsen massgebend sein soll, sowie den Mindestbetrag der einzelnen Stücke der zum Handel an der Börse zuzulassenden Wertpapiere.

Weitere Bestimmungen über die Aufgaben der Zulassungsstelle und die Voraussetzung der Zulassung trifft der Bundesrat.

Die Befugnis der Landesregierung, ergänzende Bestimmungen zu treffen, wird hierdurch nicht berührt; diese Bestimmungen sind dem Reichskanzler mitzuteilen.

§ 43. Sind in einem Prospekt, auf Grund dessen Wertpapiere zum Börsenhandel zugelassen sind, Angaben, welche für die Beurteilung des Wertes erheblich sind, unrichtig, so haften diejenigen, welche den Prospekt erlassen haben, sowie diejenigen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht, wenn sie die Unrichtigkeit gekannt haben oder ohne grobes Verschulden hätten kennen müssen, als Gesamtschuldner jedem Besitzer eines solchen Wertpapiers für den Schaden, welcher demselben aus der von den gemachten Angaben abweichenden Sachlage erwächst. Das Gleiche gilt, wenn der Prospekt infolge der Fortlassung wesentlicher Thatsachen unvollständig ist und diese Unvollständigkeit auf bösllichem Verschweigen oder auf der bösllichen Unterlassung einer ausreichenden Prüfung seitens derjenigen, welche den Prospekt erlassen haben, oder derjenigen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht, beruht.

Die Ersatzpflicht wird dadurch nicht ausgeschlossen, dass der Prospekt die Angaben als von einem Dritten herrührend bezeichnet.

§ 44. Die Ersatzpflicht erstreckt sich nur auf diejenigen Stücke, welche auf Grund des Prospekts zugelassen und von dem Besitzer auf Grund eines im Inlande abgeschlossenen Geschäfts erworben sind.

Der Ersatzpflichtige kann der Ersatzpflicht dadurch genügen, dass er das Wertpapier gegen Erstattung des von dem Besitzer nachgewiesenen Erwerbspreises oder desjenigen Kurswertes übernimmt, den die Wertpapiere zur Zeit der Einführung hatten.

Die Ersatzpflicht ist ausgeschlossen, wenn der Besitzer des Papiers die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben des Prospekts bei dem Erwerbe kannte. Gleiches gilt, wenn der Besitzer des Papiers bei dem Erwerbe die Unrichtigkeit der Angaben des Prospekts bei Anwendung derjenigen Sorgfalt, welche er in eigenen Angelegenheiten beobachtet, kennen musste, es sei denn, dass die Ersatzpflicht durch böslliches Verhalten begründet ist.

§ 45. Der Ersatzanspruch verjährt in fünf Jahren seit der Zulassung der Wertpapiere. Die Verjährung läuft auch gegen Minderjährige und bevormundete Personen, sowie gegen juristische Personen, denen gesetzlich die Rechte der Minderjährigen zustehen, ohne Zulassung der Wiedereinsetzung in den vorigen Stand, jedoch mit Vorbehalt des Rückgriffs gegen die Vormünder und Verwalter.

§ 46. Eine Vereinbarung, durch welche die nach §§ 43 bis 45 begründete Haftung ermässigt oder erlassen wird, ist unwirksam.

Weitergehende Ansprüche, welche nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen erhoben werden können, bleiben unberührt.

§ 47. Für die Entscheidung der Ansprüche aus den §§ 43 bis 46 ist ohne Rücksicht auf den Wert des Streitgegenstandes ausschliesslich das Landgericht des Ortes zuständig, an dessen Börse die Einführung des Wertpapiers erfolgte. Besteht an diesem Landgerichte eine Kammer für Handelssachen, so gehört der Rechtsstreit vor diese. Die Revision sowie die Beschwerde gegen Entscheidungen des Oberlandesgerichts geht an das Reichsgericht.

IV. Börsenterminhandel.

§ 48. Als Börsentermingeschäfte in Waren oder Wertpapieren gelten Kauf- oder sonstige Anschaffungsgeschäfte auf eine festbestimmte Lieferungszeit oder mit einer festbestimmten Lieferungsfrist, wenn sie nach Geschäftsbedingungen geschlossen werden, die von dem Börsenvorstande für den Terminhandel festgesetzt sind, und wenn für die an der betreffenden Börse geschlossenen Geschäfte solcher Art eine amtliche Feststellung von Terminpreisen (§§ 29, 35) erfolgt.

§ 49. Ueber die Zulassung von Waren und Wertpapieren zum Börsenterminhandel entscheiden die Börsenorgane nach näherer Bestimmung der Börsenordnung.

Die Börsenorgane sind verpflichtet, vor der Zulassung von Waren zum Börsenterminhandel in jedem einzelnen Falle Vertreter der beteiligten Erwerbszweige gutachtlich zu hören und das Ergebnis dem Reichskanzler mitzuteilen. Die Zulassung darf erst erfolgen, nachdem der Reichskanzler erklärt hat, dass er zu weiteren Ermittlungen keine Veranlassung finde.

§ 50. Der Bundesrat ist befugt, den Börsenterminhandel von Bedingungen abhängig zu machen oder in bestimmten Waren oder Wertpapieren zu untersagen.

Der Börsenterminhandel in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen ist untersagt. Der Börsenterminhandel in Anteilen von anderen Erwerbsgesellschaften kann nur gestattet werden, wenn das Kapital der betreffenden Erwerbsgesellschaft mindestens zwanzig Millionen Mark beträgt.

§ 51. Insoweit der Börsenterminhandel in bestimmten Waren oder Wertpapieren durch dieses Gesetz oder vom Bundesrat untersagt, oder die Zulassung desselben von den Börsenorganen endgültig verweigert ist, sind Börsentermingeschäfte in diesen Waren oder Wertpapieren von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen und dürfen von den Kursmaklern nicht vermittelt werden. Auch dürfen für solche Geschäfte, sofern sie im Inlande abgeschlossen sind, Preislisten (Kurszettel) nicht veröffentlicht oder in mechanisch hergestellter Vervielfältigung verbreitet werden.

Desgleichen ist ein von der Mitwirkung der Börsenorgane unabhängiger Terminhandel von der Börse ausgeschlossen, soweit er sich in den für Börsentermingeschäfte üblichen Formen vollzieht.

§ 52. Wird die Zulassung von Waren oder Wertpapieren zum Börsenterminhandel nicht nachgesucht, so kann ein thatsächlich stattfindender Terminhandel von den Börsenaufsichtsbehörden mit den im § 51 bezeichneten Folgen untersagt werden.

§ 53. Bei dem Börsenterminhandel in Waren gerät der Verkäufer, sofern er nach erfolgter Kündigung eine unkontraktliche Ware liefert, in Erfüllungsverzug, auch wenn die Lieferungsfrist noch nicht abgelaufen war.

Eine entgegenstehende Vereinbarung ist nichtig.

§ 54. Bei jedem zur Führung des Handelsregisters zuständigen Gerichte ist je ein Börsenregister für Waren und für Wertpapiere zu führen. Die Landesregierung kann die Führung des Registers für die Bezirke mehrerer Gerichte einem derselben übertragen.

§ 55. In das Börsenregister werden nach Namen, Vornamen, Stand und Wohnort die Personen eingetragen, die sich an Börsentermingeschäften in Waren oder Wertpapieren beteiligen wollen. Betrifft die Eintragung eine Handelsgesellschaft oder juristische Person, so ist ihre Firma oder ihr Name sowie der Ort, wo sie ihren Sitz hat, einzutragen.

Die Eintragung erfolgt in dem Register des Bezirks, in welchem der Einzutragende seine gewerbliche Niederlassung oder in Ermangelung einer solchen seinen Wohnsitz hat. Im Falle einer Verlegung der Niederlassung oder des Wohnsitzes wird die Eintragung unter Löschung in dem Register des bisherigen Bezirks in das Register des neuen Bezirks gebührenfrei übertragen.

§ 56. Das Börsenregister ist öffentlich. Die Einsicht desselben ist während der gewöhnlichen Dienststunden einem jedem gestattet. Auch kann von den Eintragungen gegen Erlegung der Kosten eine Abschrift gefordert werden, die auf Verlangen zu beglaubigen ist.

§ 57. Vor der Eintragung in ein Börsenregister ist eine Eintragsgebühr von einhundertfünfzig Mark zu entrichten.

Für jedes folgende Kalenderjahr, während dessen die Eintragung bestehen soll, ist eine Erhaltungsgebühr von je fünfundzwanzig Mark zu zahlen.

Die Gebühren fliessen, insoweit die Landesregierungen nicht ein anderes bestimmen, den Landeskassen zu.

§ 58. Den Antrag auf Eintragung hat der Einzutragende oder, falls er sich durch Verträge nicht verpflichten kann, sein gesetzlicher Vertreter zu stellen.

Kinder unter väterlicher Gewalt und Ehefrauen, die nicht Handelsfrauen sind, bedürfen der Genehmigung des Vaters oder Ehemannes.

Der gesetzliche Vertreter einer unter Vormundschaft oder Pflegschaft (Kuratel) stehenden Person bedarf der Genehmigung der Vormundschaftsbehörde.

§ 59. Der Antrag ist bei dem Gerichte, bei welchem das Börsenregister geführt wird, mündlich zu Protokoll zu stellen oder schriftlich einzureichen.

Schriftliche Anträge müssen gerichtlich oder notariell aufgenommen oder beglaubigt sein.

Die vorstehenden Bestimmungen finden auch auf eine etwa erforderliche Genehmigung (§ 58) Anwendung.

Anträge und Erklärungen öffentlicher Behörden bedürfen, wenn sie vorschriftsmässig unterschrieben und untersiegelt sind, keiner Beglaubigung.

§ 60. Der Antrag auf Eintragung soll die Erklärung enthalten, dass der Einzutragende Börsentermingeschäfte in Waren oder Wertpapieren eingehen wolle.

§ 61. Der Antrag auf Eintragung in das Warenregister kann auf bestimmte Geschäftszweige beschränkt werden. Auf Antrag ist gebührenfrei die Eintragung auf weitere Geschäftszweige auszudehnen oder die eingetragene Beschränkung zu löschen; auf einen solchen Antrag finden die Bestimmungen der §§ 58, 59 entsprechende Anwendung.

§ 62. Die erfolgte Eintragung ist von dem Gerichte ohne Verzug ihrem ganzen Inhalte nach auf Kosten des Eingetragenen im Reichsanzeiger sowie in denjenigen öffentlichen Blättern bekannt zu machen, welche gemäss Artikel 14 des Handelsgesetzbuchs für die Veröffentlichung der in das Handelsregister aufgenommenen Eintragungen bestimmt sind.

§ 63. Die Löschung der Eintragung erfolgt gebührenfrei auf Antrag des Eingetragenen oder seines gesetzlichen Vertreters am Schlusse des Jahres, in welchem der Löschungsantrag gestellt ist. Für Kinder unter väterlicher Gewalt und für Ehefrauen, welche nicht Handelsfrauen sind, genügt der Antrag des Vaters oder des Ehemannes.

Der Löschungsantrag ist bei dem Gerichte mündlich zu Protokoll zu stellen oder in gerichtlicher oder notarieller Beglaubigung einzureichen. Die Vorschrift im § 59 Absatz 4 findet entsprechende Anwendung.

§ 64. Eine Eintragung, die nicht nach den Vorschriften im § 58 erfolgt ist, wird, wenn der Mangel nicht inzwischen beseitigt ist, von Amtswegen gelöscht.

Am Schlusse des Kalenderjahres wird eine Eintragung von Amtswegen gelöscht, wenn die Erhaltungsgebühr für das nächstfolgende Jahr nicht bis zum Ende des vorletzten Monats des laufenden Jahres eingezahlt ist.

§ 65. Jedes Gericht hat nach Beginn des Kalenderjahres eine Liste derjenigen Personen aufzustellen, deren Eintragungen am 1. Januar noch in Kraft bestanden.

Das Gericht für den Bezirk der Stadt Berlin, an welches die übrigen Gerichte ihre Listen bis zum 31. Januar jedes Jahres einzusenden haben, stellt nach deren Eingang unverzüglich eine Gesamtliste auf und macht sie durch den Reichsanzeiger bekannt.

§ 66. Durch ein Börsentermingeschäft in einem Geschäftszweige, für welchen nicht beide Parteien zur Zeit des Geschäftsabschlusses in einem Börsenregister eingetragen sind, wird ein Schuldverhältnis nicht begründet.

Das Gleiche gilt von der Erteilung und Uebernahme von Aufträgen sowie von der Vereinigung zum Abschlusse von Börsentermingeschäften.

Die Unwirksamkeit erstreckt sich auf die bestellten Sicherheiten und die abgegebenen Schuldanerkennnisse.

Eine Rückforderung dessen, was bei oder nach völliger Abwicklung des Geschäfts zu seiner Erfüllung geleistet worden ist, findet nicht statt.

§ 67. Wer den Vorschriften des § 58 zuwider eingetragen worden ist, gilt nur dann als eingetragen, wenn der Mangel zur Zeit des Geschäftsabschlusses dem anderen Teile nicht bekannt war.

Wer trotz erfolgter Löschung im Börsenregister noch in der Gesamtliste (§ 65) aufgeführt ist, gilt als eingetragen, sofern nicht zur Zeit des Geschäftsabschlusses der andere Teil von der bewirkten Löschung Kenntnis hatte. Das Gleiche gilt bis zum Ablauf eines Monats seit der Veröffentlichung der Gesamtliste von denjenigen Personen, welche in dieser Liste infolge der Löschung nicht wieder aufgeführt sind.

§ 68. Die Bestimmungen des § 66 finden auch dann Anwendung, wenn das Geschäft im Ausland geschlossen oder zu erfüllen ist.

In Ansehung von Personen, welche im Inlande weder einen Wohnsitz noch eine gewerbliche Niederlassung haben, ist die Eintragung in das Börsenregister zur Wirksamkeit des Geschäfts nicht erforderlich.

§ 69. Gegen Ansprüche aus Börsentermingeschäften sowie aus der Erteilung und Uebernahme von Aufträgen und aus der Vereinigung zum Abschlusse von Börsentermingeschäften kann von demjenigen, welcher zur Zeit der Eingehung des Geschäfts in dem Börsenregister für den betreffenden Geschäftszweig eingetragen war, sowie von demjenigen, dessen Eintragung nach den vorstehenden Bestimmungen (§ 68 Absatz 2) zur Wirksamkeit des Geschäfts nicht erforderlich war, ein Einwand nicht darauf gegründet werden, dass die Erfüllung durch Lieferung der Waren oder Wertpapiere vertragsmässig ausgeschlossen war.

V. Kommissionsgeschäft.

§ 70. Die Bestimmungen des Artikels 376 des Handelsgesetzbuches werden durch die Bestimmungen der §§ 71 bis 74 ersetzt.

§ 71. Bei der Kommission zum Einkauf oder zum Verkauf von Waren, welche einen Börsen- oder Marktpreis haben, und von Wertpapieren, bei denen ein Börsen- oder Marktpreis amtlich festgestellt wird, kann der Auftrag, wenn der Kommittent nicht ein anderes bestimmt hat, von dem Kommissionär dadurch ausgeführt werden, dass er das Gut, welches er einkaufen soll, selbst als Verkäufer liefert, oder das Gut, welches er zu verkaufen beauftragt ist, selbst als Käufer übernimmt.

Im Falle einer solchen Ausführung des Auftrages ist die Pflicht des Kommissionärs, Rechenschaft über die Abschliessung des Kaufs oder Verkaufs zu geben, auf den Nachweis beschränkt, dass bei dem berechneten Preise der zur Zeit der Ausführung des Auftrages bestehende Börsen- oder Marktpreis eingehalten ist. Als Zeit der Ausführung gilt der Zeitpunkt, in welchem der Kommissionär die Anzeige von der Ausführung behufs der Absendung an den Kommittenten abgegeben hat.

Ist bei einem Auftrage, der während der Börsen- oder Marktzeit auszuführen war, die Ausführungsanzeige erst nach dem Schlusse der Börse oder des Marktes zur Absendung abgeben, so darf der berechnete Preis für den Kommittenten nicht ungünstiger sein, als der Preis, der am Schlusse der Börse oder des Marktes bestand.

Bei Aufträgen zu bestimmten Kursen (erstem Kurs, Mittelkurs, letztem Kurs) ist der Kommissionär ohne Rücksicht auf den Zeitpunkt der Absendung der Ausführungsanzeige berechtigt und verpflichtet, diese Kurse dem Kommittenten in Rechnung zu stellen.

Bei Wertpapieren und Waren, für welche der Börsen- oder Marktpreis amtlich festgestellt wird, kann der Kommissionär im Falle der Ausführung des Auftrages durch Selbsteintritt dem Kommittenten keinen ungünstigeren Preis als den amtlich festgestellten in Rechnung stellen.

Die Bestimmungen der Absätze 2 bis 5 können nicht durch Vertrag abgeändert werden.

§ 72. Auch im Falle der Ausführung eines Auftrages durch Selbsteintritt (§ 71) muss der Kommissionär, wenn er bei Anwendung pflichtmässiger Sorgfalt den Auftrag zu einem günstigeren als dem nach § 71 sich ergebenden Preise ausführen konnte, dem Kommittenten den günstigeren Preis in Rechnung stellen.

Hat der Kommissionär vor Absendung der Ausführungsanzeige aus Anlass des erteilten Auftrages an der Börse oder am Markte ein Geschäft mit einem Dritten abgeschlossen, so darf er dem Kommittenten keinen ungünstigeren als den hierbei vereinbarten Preis berechnen.

Die vorstehenden Bestimmungen können nicht durch Vertrag abgeändert werden.

§ 73. Der Kommissionär, der das Gut selbst als Verkäufer liefert oder als Käufer übernimmt, ist zu der gewöhnlichen Provision berech-

tigt und kann die bei Kommissionsgeschäften sonst regelmässig vorkommenden Unkosten berechnen.

§ 74. Erklärt der Kommissionär bei der Anzeige von der Ausführung des Auftrages nicht ausdrücklich, dass er selbst eintrete, so gilt dies als Erklärung, dass die Ausführung durch Abschluss des Geschäfts mit einem Dritten für Rechnung des Kommittenten erfolgt sei.

Eine Vereinbarung zwischen dem Kommittenten und dem Kommissionär, dass die Erklärung darüber, ob der Auftrag durch Selbsteintritt oder durch Abschluss mit einem Dritten erledigt sei, über den Tag der Ausführungsanzeige hinaus aufgeschoben werden dürfe, ist ungültig.

Auch wenn der Auftrag als durch Abschluss des Geschäfts mit einem Dritten ausgeführt gilt, haftet der Kommissionär, falls er nicht zugleich mit der Anzeige der Ausführung den Dritten namhaft macht, für die Erfüllung des Geschäfts.

VI. Straf- und Schlussbestimmungen.

§ 75. Wer in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Börsen- oder Marktpreis von Waren oder Wertpapieren einzuwirken, wird mit Gefängnis und zugleich mit Geldstrafe bis zu fünfzehntausend Mark bestraft. Auch kann auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden.

Sind mildernde Umstände vorhanden, so kann ausschliesslich auf die Geldstrafe erkannt werden.

Die gleiche Strafe trifft denjenigen, welcher in betrügerischer Absicht wissentlich unrichtige Angaben in Prospekten (§ 38) oder in öffentlichen Kundgebungen macht, durch welche die Zeichnung oder der Ankauf oder Verkauf von Wertpapieren herbeigeführt werden soll.

§ 76. Wer für Mitteilungen in der Presse, durch welche auf den Börsenpreis eingewirkt werden soll, Vorteile gewährt oder verspricht oder sich gewähren oder versprechen lässt, welche in auffälligem Missverhältnis zu der Leistung stehen, wird mit Gefängnis bis zu einem Jahre und zugleich mit Geldstrafe bis zu fünftausend Mark bestraft.

Die gleiche Strafe trifft denjenigen, der sich für die Unterlassung von Mitteilungen der bezeichneten Art Vorteile gewähren oder versprechen lässt.

Der Versuch ist strafbar.

Sind mildernde Umstände vorhanden, so kann ausschliesslich auf die Geldstrafe erkannt werden.

§ 77. Wer wissentlich den Vorschriften der §§ 40, 41, 51 und 52 zuwider Preislisten (Kurszettel) veröffentlicht oder in mechanisch hergestellter Vervielfältigung verbreitet, wird mit Geldstrafe bis zu eintausend Mark oder mit Haft oder mit Gefängnis bis zu sechs Monaten bestraft.

§ 78. Wer gewohnheitsmässig in gewinnsüchtiger Absicht andere unter Ausbeutung ihrer Unerfahrenheit oder ihres Leichtsinns zu Börsen-

spekulationsgeschäften verleitet, welche nicht zu ihrem Gewerbebetriebe gehören, wird mit Gefängnis und zugleich mit Geldstrafe bis zu fünfzehntausend Mark bestraft. Auch kann auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden.

§ 79. Ein Kommissionär, welcher, um sich oder einem Dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen,

1. das Vermögen des Kommittenten dadurch beschädigt, dass er hinsichtlich eines abzuschliessenden Geschäfts wider besseres Wissen unrichtigen Rat oder unrichtige Auskunft erteilt, oder
2. bei der Ausführung eines Auftrags oder bei der Abwicklung eines Geschäfts absichtlich zum Nachtheile des Kommittenten handelt,

wird mit Gefängnis bestraft. Neben der Gefängnisstrafe kann auf Geldstrafe bis zu dreitausend Mark sowie auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden.

Sind mildernde Umstände vorhanden, so kann ausschliesslich auf die Geldstrafe erkannt werden.

Der Versuch ist strafbar in den Fällen der Ziffer 1.

§ 80. Die in dem II., IV. und V. Abschnitte sowie im § 75 bezüglich der Wertpapiere getroffenen Bestimmungen gelten auch für Wechsel und ausländische Geldsorten.

§ 81. Der Artikel 249 d Ziffer 2 des Handelsgesetzbuches wird aufgehoben.

§ 82. Dieses Gesetz tritt mit dem 1. Januar 1897 in Kraft.

Die in den §§ 54 bis 65 enthaltenen Vorschriften treten mit dem 1. November 1896 in Kraft. Mit den bis zum Ende des Jahres 1896 erfolgten Eintragungen in das Börsenregister ist nach Beginn des Jahres 1897 gemäss § 65 zu verfahren.

Die im § 39 enthaltene Vorschrift tritt mit dem 1. Juli 1896 in Kraft.

Der Abschluss von börsenmässigen Termingeschäften (§ 50 Absatz 3) ist nur bis zum 1. Januar 1897 gestattet mit der Massgabe, dass die bis zu diesem Tage abgeschlossenen Geschäfte auch bis zu diesem Tage abgewickelt sein müssen.

Urkundlich unter Unserer Höchsteigenhändigen Unterschrift und beigedruckten Kaiserlichen Insiegel.

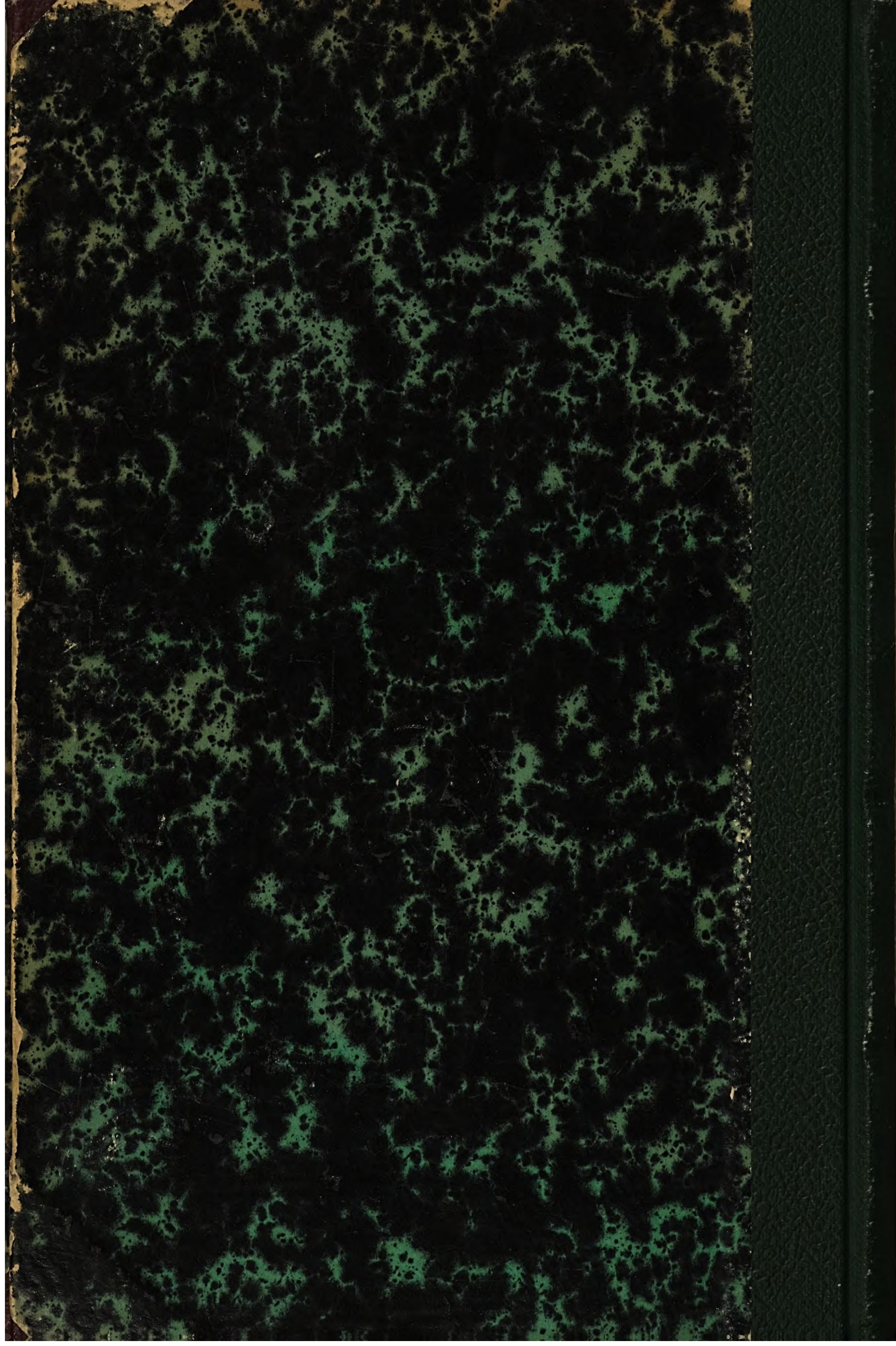
Gegeben Kiel, an Bord Meiner Yacht „Hohenzollern“, den 22. Juni 1896.

(L. S.)

Wilhelm.

Fürst zu Hohenlohe.





Pfleger, Franz Josef,

Börsenreform in Deutschland Eine Darst. d. Ergebnisse d. dt. Börsenenquete

Bd.: 3

1897

Cam. 160 p-22

urn:nbn:de:bvb:12-bsb11803753-5